Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

PROJET DE NOTE ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ

NORTH ATLANTIC ENERGIES
(ANCIENNEMENT ESSO SOCIETE ANONYME FRANÇAISE)

EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ NORTH ATLANTIC ENERGIES INITIÉE PAR

NORTH ATLANTIC FRANCE

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

Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de North Atlantic Energies (https://northatlantic.fr/) et peut être obtenu sans frais auprès de North Atlantic Energies au 20, rue Paul Héroult, 92000 Nanterre (la « **Société** »).

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document contenant les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de North Atlantic Energies sera déposé auprès de l'AMF et mis à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Un communiqué de presse sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ce document.

TABLE DES MATIERES

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE 5

1.1. Contexte de l'Offre 6

1.1.2. Motifs de l'Offre 6

1.1.2.1. Présentation de l'activité de la Société 6

1.1.2.2. Présentation des motifs de l'Offre 6

1.1.3. Étapes préalables à l'Offre 7

1.1.3.1. Un processus de vente concurrentiel 7

1.1.3.2. Promesse d'achat relative à l'acquisition par NAF de l'intégralité de la participation détenue par ExxonMobil France Holding SAS dans la Société et de 100 % d'ExxonMobil Chemical France 7

1.1.3.3. Signature de l'accord d'acquisition par NAF de l'intégralité de la participation d'ExxonMobil dans la Société et de 100 % d'ExxonMobil Chemical France 7

1.1.3.4. Réalisation de l'Acquisition du Bloc 8

1.1.3.5. Expert Indépendant et recommandation de l'Offre par la Société 9

1.1.4. Répartition du capital et des droits de vote de la Société 9

1.1.5. Déclarations de franchissement de seuils et d'intention 10

1.1.6. Acquisitions d'Actions par l'Initiateur au cours des douze derniers mois 10

1.1.7. Autorisations réglementaires, administratives et en droit de la concurrence 10

1.2. Rappel des caractéristiques de l'Offre 11

1.2.1. Termes de l'Offre 11

1.2.2. Ajustement des termes de l'Offre 11

1.2.3. Nombre et nature des titres visés par l'Offre 11

1.2.4. Situation des actionnaires dont les Actions sont détenues via les FCPE de la Société 12

1.2.5. Absence de retrait obligatoire 12

1.3. Modalités de l'Offre 12

1.4. Procédure d'apport à l'Offre 13

1.5. Interventions sur le marché ou hors marché pendant la période d'Offre 14

1.6. Calendrier indicatif de l'Offre 14

1.7. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger 16

2. PROCÉDURES D'INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE 17

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 17

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 30

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES 31

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE ET AUTRES PRINCIPAUX ACCORDS CONCLUS DANS LE CONTEXTE DE L'ACQUISITION DU BLOC 31

6.1. Documentation transactionnelle 31

6.1.1. Promesse d'achat relative à l'acquisition par NAF de l'intégralité de la participation détenue par ExxonMobil dans la Société 31

6.1.2. Contrat d'Acquisition 31

6.1.3. Contrat de Crédit 32

6.2. Autres accords conclus dans le contexte de l'Acquisition du Bloc 33

6.2.1. Contrat de cession et de portage des stocks 33

6.2.2. Contrat de cession du fonds de commerce lubrifiants et spécialités 33

6.2.3. Contrat de cession de marques et logos 33

6.2.4. Accords commerciaux 33

6.3. Convention de prestation de services 34

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 35

7.1. Structure et répartition du capital de la Société 35

7.2. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote 35

7.3. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce 35

7.4. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce 36

7.5. Liste des détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 37

7.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier 37

7.7. Rappel des règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des Statuts de la Société 37

7.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres 39

7.9. Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société 39

7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange 40

7.11. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre 40

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT 40

9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ 40

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE 40

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, North Atlantic France, une société par actions simplifiée au capital de 150.250.718,00 euros, dont le siège social est situé au 20, rue Paul Héroult, 92000 Nanterre, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 943 983 056 (« **NAF** » ou l' « **Initiateur** ») propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société North Atlantic Energies, une société anonyme au capital de 98.337.521,70 euros, dont le siège social est situé au 20, rue Paul Héroult, 92000 Nanterre, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 542 010 053 (la « **Société** », et avec ses filiales contrôlées directement ou indirectement, le « **Groupe** »), d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions de la Société admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000120669 et le mnémonique « NAE » (les « **Actions** ») autres que les Actions détenues par l'Initiateur (sous réserve des exceptions mentionnées ci-dessous) dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée obligatoire dans les conditions décrites ci-après (l' « **Offre** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13, I du règlement général de l'AMF, BNP Paribas (la « Banque Présentatrice ») a déposé auprès de l'AMF le 26 novembre 2026 le projet d'Offre libellé au prix unitaire de soixante-quinze euros (75 €) par Action (le « Prix de l'Offre ») et un projet de note d'information (le « Projet de Note d'Information ») pour le compte de l'Initiateur.

Il est précisé que BNP Paribas garantit seule, conformément aux dispositions de l'article 231-13, I du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Dans la mesure où l'Initiateur a franchi le seuil de détention de 30 % du capital et des droits de vote de la Société à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc (tel que ce terme est défini à la Section 1.1.3 du Projet de Note d'Information), l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Offre fait suite à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, de sorte qu'à la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 10.655.358 Actions représentant 82,89 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société[1].

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions, en circulation ou à émettre avant l'issue de l'Offre, non détenues, directement, indirectement ou par assimilation, par l'Initiateur, à l'exclusion des dix Actions Prêtées (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.3 du Projet de Note d'Information), soit, à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 2.199.210 Actions visées par l'Offre.

À l'exception des Actions émises, il n'existe, à la date du présent Projet de Note en Réponse, aucun autre titre de capital ou instrument financier émis par la Société, ni aucun droit conféré par la Société, susceptibles de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

[1] Sur la base d'un capital social composé de 12.854.578 Actions représentant autant de droits de vote théoriques, tel que publié par la Société au 30 juin 2026.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur n'a pas l'intention de mettre en œuvre à l'issue de l'Offre une procédure de retrait obligatoire pour les Actions non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation.

1.1. Contexte de l'Offre

1.1.1. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français, membre du groupe North Atlantic (« **North Atlantic** »), société tête du groupe français incluant la Société, et contrôlée par la société North Atlantic Luxembourg, une société luxembourgeoise à responsabilité limitée, dont le siège social est situé 5, place de la Gare, L-1616 Luxembourg, Luxembourg, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B191456 (« **NAL** »).

À la date du présent Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, l'Initiateur est détenu directement à 100 % par NAL.

1.1.2. Motifs de l'Offre

1.1.2.1. Présentation de l'activité de la Société

North Atlantic Energies est un acteur français du raffinage et de la distribution de produits pétroliers.

Présent en France depuis 1902, le Groupe contribue à la sécurité de l'approvisionnement énergétique de la France et dispose de plus de 20 % de la capacité nationale de raffinage.

L'activité du Groupe porte principalement sur la production et la distribution de produits énergétiques, comprenant notamment gaz, essences, kérosène, gazole et fioul lourd, ainsi que sur la fabrication et la vente de produits de spécialités, comprenant notamment huiles de base, lubrifiants finis, huiles blanches, paraffines et bitumes.

Le Groupe s'appuie notamment sur la raffinerie de Gravenchon, située en Normandie, d'une capacité de traitement de pétrole brut de 12 millions de tonnes, ainsi que sur une logistique détenue en propre ou par l'intermédiaire de participations dans des sociétés de pipeline et de stockage.

1.1.2.2. Présentation des motifs de l'Offre

Depuis près de quarante ans, bien avant l'acquisition de la Société auprès d'ExxonMobil, North Atlantic est présente dans le secteur énergétique canadien. North Atlantic dispose d'une expérience opérationnelle dans la transformation de sites industriels en infrastructures performantes et exerce notamment des activités de distribution de carburant (stations-service et commerces de proximité), de carburants commerciaux, d'énergies dites vertes, de logistique maritime et de transport de carburant. North Atlantic emploie plus de 550 employés répartis sur plus de 110 sites dans la région du Canada atlantique.

North Atlantic entretient des relations de long terme avec les organisations syndicales, les communautés locales et les partenaires publics au Canada. North Atlantic a acquis le Bloc (tel que ce terme est défini ci-après) avec l'intention de déployer en France une approche d'opérateur responsable sur le long terme,

en ligne avec les priorités françaises en matière de sécurité énergétique, de résilience industrielle et de décarbonation.

North Atlantic considère que la France constitue une plateforme d'accès au marché européen de l'énergie, caractérisée par une position géographique propice à la distribution d'énergies traditionnelles et d'énergies vertes sur tout le continent, une forte densité démographique, une infrastructure industrielle établie et une main-d'œuvre qualifiée.

Le site de Gravenchon, opéré par la Société, est un site industriel de référence au sein du secteur européen du raffinage.

1.1.3. Étapes préalables à l'Offre

1.1.3.1. Un processus de vente concurrentiel

North Atlantic a été conviée par ExxonMobil à participer à un processus concurrentiel confidentiel lancé avec le concours d'un conseil financier, afin d'étudier la possibilité d'une cession de tout ou partie d'Esso S.A.F., laquelle serait suivie d'une offre publique d'achat sur le reste du flottant.

À l'issue de ce processus d'enchères compétitif ayant impliqué plusieurs candidats acquéreurs potentiels, North Atlantic a été sélectionnée par ExxonMobil pour entamer des négociations exclusives en vue d'acquérir Esso S.A.F.

1.1.3.2. Promesse d'achat relative à l'acquisition par NAF de l'intégralité de la participation détenue par ExxonMobil France Holding SAS dans la Société et de 100 % d'ExxonMobil Chemical France

Le 28 mai 2025, ExxonMobil France Holding SAS (« **ExxonMobil** ») et NAF ont annoncé entrer en négociations exclusives pour (i) l'acquisition d'une participation de 82,89 % (le « **Bloc** ») au capital de la Société (l' « **Acquisition du Bloc** »), ainsi que (ii) l'acquisition de 100 % d'ExxonMobil Chemical France (désormais dénommée North Atlantic Chemical), société sœur de la Société.

Le prix pour l'Acquisition du Bloc correspondait à un prix initial de 149,19 € par action Esso S.A.F., avant toute éventuelle distribution par Esso S.A.F. et avant les ajustements décrits dans l'annonce faite le 28 mai 2025 (le « **Prix Initial du Bloc** »).

La signature de la promesse d'achat a fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 28 mai 2025.

Le 4 juin 2025, l'assemblée générale des actionnaires de la Société a décidé le versement d'un dividende d'un montant de 53,00 € par action, payé le 10 juillet 2025. NAF a annoncé le 24 septembre 2025 que le Prix Initial du Bloc serait réduit, entre autres, de ce dividende de 53,00 € par action.

1.1.3.3. Signature de l'accord d'acquisition par NAF de l'intégralité de la participation d'ExxonMobil dans la Société et de 100 % d'ExxonMobil Chemical France

Le 24 septembre 2025, ExxonMobil et NAF ont signé un accord portant sur l'acquisition de l'intégralité de la participation d'ExxonMobil dans la Société et de 100 % d'ExxonMobil Chemical France (le « **Contrat d'Acquisition** »). Cette signature est intervenue à l'issue du processus d'information et de consultation des instances représentatives du personnel des sociétés concernées, conformément aux dispositions légales en vigueur.

La signature du Contrat d'Acquisition a fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 24 septembre 2025.

Le 9 octobre 2025, la Société a annoncé que le conseil d'administration de la Société avait constitué un comité *ad hoc* composé de membres indépendants (Monsieur Philippe Diu et Madame Véronique Morel) et de l'administratrice représentant les salariés (Madame Odile Rueff) (le « **Comité Ad Hoc** ») et que le conseil d'administration de la Société, sur la base d'une recommandation formulée par le Comité Ad Hoc, avait désigné le cabinet Ledouble SAS, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** »), dans le cadre des dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, chargé d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

L'assemblée générale des actionnaires de la Société a décidé, en date du 4 novembre 2025, une distribution exceptionnelle de réserves, pour un montant de 60,21 € par Action, pour un détachement le 12 novembre 2025 et un paiement à la date du 14 novembre 2025 (la « **Distribution Exceptionnelle** »).

1.1.3.4. Réalisation de l'Acquisition du Bloc

Conformément aux termes du Contrat d'Acquisition, et à la suite notamment de l'obtention des autorisations réglementaires requises, l'Initiateur a acquis hors marché, le 28 novembre 2025, le Bloc auprès d'ExxonMobil, au prix, après les distributions et ajustements annoncés en mai 2025, de 26,19 € par Action (le « **Prix Final du Bloc** »).

Le même jour, l'Initiateur et la Société ont publié un communiqué de presse afin (i) d'annoncer la réalisation de l'Acquisition du Bloc et (ii) d'indiquer que, conformément à leurs communiqués de presse en date du 10 novembre 2025[2], le prix de l'Offre s'établirait à 28,93 €[3].

Pour plus de détails concernant l'explication de l'évolution entre le Prix Initial du Bloc et le Prix Final du Bloc, se référer à la Section 1.3.1.2 (*Contrat d'Acquisition*) du Projet de Note d'Information.

L'Initiateur n'a procédé, directement ou indirectement, à aucune acquisition de titres de la Société au cours des douze derniers mois précédant la réalisation de l'Acquisition du Bloc.

L'Offre est déposée consécutivement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc et au franchissement, par l'Initiateur, du seuil de 30 % du capital et des droits de vote de la Société, lequel a fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils et d'intentions communiquée à l'AMF et à la Société et décrite à la Section 1.1.5 (*Déclarations de franchissement de seuils et d'intention*) du Projet de Note d'Information.

Depuis la réalisation de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur a publié les communiqués de presse suivants relatifs à l'Offre :

- un communiqué, conjoint avec la Société, en date du 30 janvier 2026, aux termes duquel l'Initiateur indiquait que l'Offre serait déposée auprès de l'AMF une fois les travaux de l'Expert Indépendant finalisés et après la publication des résultats annuels 2025 de la Société, soit au cours du deuxième trimestre 2026 ;

[2] Ces communiqués indiquaient qu'en cas de réalisation de l'Acquisition du Bloc le 28 novembre 2025, le Prix Final du Bloc serait de 26,19 € par Action et le prix de l'offre publique d'achat obligatoire sur les Actions s'établirait à 28,93 €.

[3] Conformément à ce qui a été indiqué par l'Initiateur par voie de communiqué de presse en date du 10 novembre 2025, cette différence avec le Prix Final du Bloc résultait de l'exclusion, s'agissant du prix payé aux actionnaires minoritaires, de l'impact de l'ajustement à la baisse du prix payable à ExxonMobil au titre des pertes liées aux passifs sociaux postérieurs à la date de réalisation.

- un communiqué, également conjoint avec la Société, en date du 19 mars 2026, aux termes duquel l'Initiateur (i) prenait acte du report au 22 avril 2026 de la publication des résultats annuels 2025 de la Société et (ii) confirmait que le dépôt de l'Offre devrait intervenir au cours du deuxième trimestre 2026, une fois les travaux de l'Expert Indépendant finalisés ;
- un communiqué en date du 8 juin 2026, aux termes duquel l'Initiateur (i) annonçait qu'il ne solliciterait pas la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dans le cadre de l'Offre et (ii) rappelait que l'Offre serait déposée une fois les travaux de l'Expert Indépendant finalisés.

Par ailleurs, l'Initiateur a annoncé le 29 octobre 2026 le rehaussement du Prix de l'Offre à 75,00 € afin de tenir compte d'échanges approfondis intervenus avec l'Expert Indépendant. Ce rehaussement du prix reflète notamment l'impact en 2026 jugé exceptionnel sur la valorisation de la Société des tensions sur l'offre de produits raffinés liées à l'intensification des attaques ukrainiennes contre les installations de raffinage russes et les épisodes d'escalade du conflit au Moyen-Orient.

1.1.3.5. Expert Indépendant et recommandation de l'Offre par la Société

Le 25 novembre 2026, le conseil d'administration de la Société, statuant à l'unanimité de ses membres votants (seuls les administrateurs indépendants et l'administratrice représentant les salariés ayant pris part aux délibérations et au vote), a considéré, connaissance prise notamment (i) du rapport de l'Expert Indépendant concluant au caractère équitable du Prix de l'Offre et (ii) du projet d'avis motivé du Comité Ad Hoc, que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés. En conséquence, le conseil d'administration de la Société a émis un avis favorable sur l'Offre et a recommandé aux actionnaires qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs Actions à l'Offre. L'avis motivé du conseil d'administration est reproduit en intégralité à la Section 3 du présent Projet de Note en Réponse.

1.1.4. Répartition du capital et des droits de vote de la Société

À la connaissance de l'Initiateur, et à la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital de la Société s'élève à 98.337.521,70 €, divisé en 12.854.578 Actions d'une valeur nominale de 7,65 € chacune.

a) Répartition du capital et des droits de vote de la Société préalable à la réalisation de l'Acquisition du Bloc

À la connaissance de l'Initiateur, la répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société, préalablement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, était la suivante :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
ExxonMobil	10.655.368	82,89 %	10.655.368	82,89 %
Flottant	2.199.210	17,11 %	2.199.210	17,11 %
Total	**12.854.578**	**100,00 %**	**12.854.578**	**100,00 %**

b) Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc

À la connaissance de l'Initiateur, la répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société, à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc, est désormais la suivante :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
NAF	10.655.358	82,89 %	10.655.358	82,89 %
Actions Prêtées[4]	10	0,00 %	10	0,00 %
Flottant	2.199.210	17,11 %	2.199.210	17,11 %
Total	**12.854.578**	**100,00 %**	**12.854.578**	**100,00 %**

1.1.5. Déclarations de franchissement de seuils et d'intention

Conformément aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce :

- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 2 décembre 2025, NAF a informé l'AMF qu'à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc, sa participation dans la Société a franchi à la hausse les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3, 50 % et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société, et a également déclaré ses intentions ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 2 décembre 2025, NAF a informé la Société qu'à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc, sa participation dans la Société a franchi à la hausse le seuil statutaire de 1 % du capital et des droits de vote de la Société, ainsi que des multiples de ce pourcentage jusqu'à 82,89 %, conformément à l'article 14 bis des statuts de la Société ; et
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 2 décembre 2025, ExxonMobil a informé l'AMF qu'à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc, sa participation dans la Société a franchi à la baisse les seuils de 2/3, 50 %, 1/3, 30 %, 25 %, 20 %, 15 %, 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de la Société.

1.1.6. Acquisitions d'Actions par l'Initiateur au cours des douze derniers mois

En dehors des Actions acquises au terme de l'Acquisition du Bloc pour un prix de 26,19 € par Action, il est précisé que l'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition d'Actions au cours des douze mois précédant le dépôt du présent Projet de Note en Réponse.

1.1.7. Autorisations réglementaires, administratives et en droit de la concurrence

L'Offre n'est pas soumise à l'obtention d'une quelconque autorisation réglementaire, les autorisations réglementaires en matière de droit de la concurrence, d'investissements étrangers et de subventions étrangères requises pour la réalisation de l'Acquisition du Bloc ayant déjà été obtenues auprès des autorités compétentes préalablement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc et au dépôt du présent Projet de Note en Réponse.

[4] Voir la Section 1.2.3 du Projet de Note d'Information.

1.2. Rappel des caractéristiques de l'Offre

1.2.1. Termes de l'Offre

En application des articles 231-13 et 231-18 du règlement général de l'AMF, la Banque Présentatrice, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 26 novembre 2026, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des Actions en circulation ou à émettre autres que les Actions détenues par l'Initiateur, à l'exclusion des Actions Prêtées, soit un nombre maximum de 2.199.210 Actions. L'AMF publiera le même jour un avis de dépôt de l'Offre sur son site internet (www.amf-france.org).

Dans le cadre de l'Offre, laquelle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, pendant la durée de l'Offre, la totalité des Actions apportées à l'Offre au Prix de l'Offre, soit soixante-quinze euros (75 €) par Action.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que, étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

La Banque Présentatrice, agissant également en qualité d'établissement garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.2.2. Ajustement des termes de l'Offre

Il est précisé que le Prix de l'Offre a été déterminé sur la base d'une absence de distribution (dividende, acompte ou autre) avant la clôture de l'Offre.

Toute distribution de dividende, d'acompte sur dividende, de réserve, de prime d'émission ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature) décidée par la Société dont la date de détachement interviendrait, ou tout amortissement ou réduction de capital réalisé, avant la clôture de l'Offre donnera lieu à une réduction, à l'euro l'euro, du Prix de l'Offre.

Tout ajustement des termes de l'Offre sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet d'un communiqué de presse de l'Initiateur.

1.2.3. Nombre et nature des titres visés par l'Offre

À la date du présent Projet de Note en Réponse, NAF détient 10.655.358 Actions, représentant 82,89 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société[5].

L'Offre porte sur la totalité des Actions, en circulation ou à émettre, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, à l'exclusion des dix Actions Prêtées, soit à la connaissance de l'Initiateur et à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 2.199.210 Actions.

Il n'existe, à la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, aucun autre instrument financier ou valeur mobilière émis par la Société, ni aucun droit conféré par la Société susceptible de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

[5]Sur la base d'un capital composé de 12.854.578 Actions et d'un nombre total de 12.854.578 droits de vote théoriques au 30 juin 2026.

1.2.4. Situation des actionnaires dont les Actions sont détenues via les FCPE de la Société

À la connaissance de la Société, 10.000 Actions sont détenues à la date du Projet de Note en Réponse par les fonds communs de placement d'entreprise (« **FCPE** ») de la Société, lesquelles Actions sont visées par l'Offre. Il appartiendra au conseil de surveillance des FCPE de prendre la décision d'apporter, le cas échéant, à l'Offre les Actions détenues par les FCPE.

1.2.5. Absence de retrait obligatoire

Conformément à son communiqué en date du 8 juin 2026, l'Initiateur n'a pas l'intention de mettre en œuvre à l'issue de l'Offre une procédure de retrait obligatoire pour les Actions non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

1.3. Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la Banque Présentatrice, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 26 novembre 2026. L'AMF a publié le même jour un avis de dépôt de l'Offre sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note d'Information, tel que déposé auprès de l'AMF, est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur et auprès de la Banque Présentatrice et a été mis en ligne sur le site internet de la Société (https://northatlantic.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org).

En outre, un communiqué comportant les principales caractéristiques de l'Offre et précisant les modalités de mise à disposition du Projet de Note d'Information mis à la disposition du public a été diffusé par l'Initiateur le 26 novembre 2026.

La Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 26 novembre 2026. L'AMF publiera le même jour un avis de dépôt relatif au Projet de Note en Réponse sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note en Réponse, tel que déposé auprès de l'AMF, est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et a été mis en ligne sur le site internet de la Société (https://northatlantic.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org).

En outre, un communiqué comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse et précisant les modalités de sa mise à disposition a été diffusé par la Société le 26 novembre 2026.

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

L'AMF publiera sur son site internet une déclaration de conformité relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et règlementaires qui lui sont applicables. En application des dispositions des articles 231-23 et 231-26 du règlement général de l'AMF, la déclaration de conformité emportera visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société.

La note en réponse ainsi visée par l'AMF sera, conformément à l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, tenue gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, au plus tard la

veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera également accessible sur les sites internet de la Société (https://northatlantic.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Le document relatif aux autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera également accessible sur le site internet de la Société (https://northatlantic.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, des communiqués de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents par la Société seront publiés au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et seront mis en ligne sur le site internet de la Société (https://northatlantic.fr/).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier relatifs à l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis précisant le contenu de l'Offre, ainsi que le calendrier et les modalités de sa réalisation.

1.4. Procédure d'apport à l'Offre

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée à l'Offre qui ne respecterait pas cette condition.

L'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à la présente Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

L'Offre serait ouverte pendant une période de 10 jours de négociation. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

Les Actions détenues sous forme nominative pure dans le registre de la Société devront être converties et détenues sous forme nominative administrée ou au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. Par conséquent, les détenteurs d'Actions inscrites au nominatif dans un compte géré par un intermédiaire financier et souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre devront demander dans les meilleurs délais la conversion en forme nominative administrée ou au porteur de leurs Actions afin de les apporter à l'Offre.

L'Initiateur attire l'attention des actionnaires sur le fait que ceux qui demanderaient expressément la conversion en forme au porteur perdraient les avantages liés à la détention d'actions sous forme nominative.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre d'apport ou de vente au Prix de l'Offre, soit soixante-quinze euros (75 €) par Action, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure de cession sur le marché devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre et le

règlement-livraison des Actions interviendra le deuxième jour de négociation suivant la date d'exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et taxe sur la valeur ajoutée (« **TVA** ») y afférents) liés à ces transactions resteront entièrement à la charge de l'actionnaire vendant directement sur le marché.

BNP Paribas, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre de marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront cédées sur le marché conformément à la réglementation applicable.

Il est par ailleurs précisé que l'Initiateur se réserve le droit d'acquérir des Actions dans le cadre de l'Offre par voie d'achats hors marché, conformément aux lois et réglementations applicables et tel que décrit à la Section 2.7 (*Interventions sur le marché ou hors marché pendant la période d'Offre*) du Projet de Note d'Information.

1.5. Interventions sur le marché ou hors marché pendant la période d'Offre

À compter de la publication par l'AMF, en application de l'article 231-14 du règlement général de l'AMF, des principales dispositions de l'Offre envisagée, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, l'Initiateur se réserve la possibilité d'acquérir, sur le marché par l'intermédiaire de BNP Paribas et/ou hors marché, des Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF, dans les limites fixées par l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF, correspondant à 30 % des Actions existantes visées par le projet d'Offre, soit un maximum de 659.763 Actions à la date du présent Projet de Note en Réponse, par un ordre sur le marché libellé au Prix de l'Offre ou par acquisitions hors marché au Prix de l'Offre.

De telles acquisitions seraient déclarées chaque jour à l'AMF et publiées sur le site internet de l'AMF conformément à la réglementation en vigueur.

1.6. Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier indicatif de l'Offre est proposé ci-dessous à titre purement informatif :

Date	Principales étapes de l'Offre
26 novembre 2026	- Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et de la Banque Présentatrice et mise en ligne sur le site internet de la Société (https://northatlantic.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information - Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué de presse annonçant le dépôt de l'Offre et la mise à disposition du Projet de Note d'Information

Date	Principales étapes de l'Offre
26 novembre 2026	- Dépôt du présent Projet de Note en Réponse de la Société, comprenant l'avis motivé et favorable du conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites internet de la Société (https://northatlantic.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note en Réponse de la Société - Diffusion par la Société d'un communiqué de presse annonçant le dépôt et la mise à disposition du Projet de Note en Réponse
7 janvier 2027	- Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et de la Banque Présentatrice et mise en ligne sur le site internet de la Société (https://northatlantic.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information visée - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://northatlantic.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse visée
7 janvier 2027	- Dépôt par l'Initiateur du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres de l'Initiateur
7 janvier 2027	- Dépôt par la Société du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres de la Société
7 janvier 2027	- Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de la Société (https://northatlantic.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information de l'Initiateur et du document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres de l'Initiateur - Diffusion du communiqué de presse par l'Initiateur annonçant la mise à disposition de sa note d'information ayant reçu le visa de l'AMF ainsi que des informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres de l'Initiateur - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de la Société (https://northatlantic.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse de la Société ainsi que des informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres de la Société

Date	Principales étapes de l'Offre
	- Diffusion du communiqué de presse par la Société annonçant la mise à disposition de sa note en réponse ayant reçu le visa de l'AMF et du document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres de la Société
8 janvier 2027	- Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre - Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités
11 janvier 2027	- Ouverture de l'Offre
22 janvier 2027	- Clôture de l'Offre
25 janvier 2027	- Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre

1.7. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

La Section 2.12 du Projet de Note d'Information indique que :

- l'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens ;
- l'Offre est donc faite aux actionnaires de la Société situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires ;
- la publication du Projet de Note d'Information, de l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certaines juridictions, être soumises à des réglementations ou restrictions spécifiques. En conséquence, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, que ce soit directement ou indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions ;
- ni le Projet de Note d'Information, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local ;
- les détenteurs d'Actions situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

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

La Société et l'Initiateur déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

États-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le Projet de Note d'Information, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes ayant résidence aux États-Unis ou « US persons » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du Projet de Note d'Information, et aucun autre document relatif au Projet de Note d'Information ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « US Person », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle. Le Projet de Note d'Information ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'a pas été soumis à la Securities and Exchange Commission des États-Unis. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le District de Columbia.

2. PROCÉDURES D'INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE

Le comité social et économique central de l'unité économique et sociale à laquelle appartient la Société (le « **CSEC** ») a été informé et consulté dans le cadre de l'Acquisition du Bloc. À l'issue de cette procédure, le CSEC a indiqué, le 4 septembre 2025, ne pas être en mesure de rendre un avis pleinement éclairé et a formulé un certain nombre d'observations. Il a été informé de l'Offre le 18 novembre 2026.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du Règlement Général de l'AMF, le Conseil d'Administration de la société North Atlantic Energies (la « **Société** ») s'est réuni le 25 novembre 2026 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. L'ensemble des administrateurs étaient présents (au siège social ou par visioconférence), à savoir :

1. Monsieur Charles Amyot (président-directeur général) ;

2. Monsieur Kaushik Amin ;

3. Monsieur Simon Fenner ;

4. Monsieur Jean-Claude Marcelin ;

5. Monsieur Philippe Diu* ;

6. Madame Véronique Morel* ;

7. Madame Odile Rueff (administratrice représentant les salariés) ;

8. Madame Sylvie Jéhanno* ;

9. Madame Frédérique Le Grevès* ;

**administrateurs indépendants*

Préalablement à la réunion, les documents suivants ont notamment été mis à la disposition des membres du Conseil d'administration, afin de leur permettre de disposer de toutes les informations nécessaires à l'émission de leur avis motivé :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur (tel que ce terme est défini ci-après) (le « **Projet de Note d'Information** »), qui contient notamment les éléments d'appréciation du prix établis par BNP Paribas, en qualité de banque présentatrice (la « **Banque Présentatrice** »), ledit document ayant vocation à être déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF dans les prochains jours ;

- le projet de note en réponse établi par la Société conformément à l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF (le « **Projet de Note en Réponse** »), qui reste à compléter de l'avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre, et qui a vocation à être déposé par la Société auprès de l'AMF concomitamment au dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information ;

- le projet d'avis motivé établi par le Comité Ad Hoc (tel que ce terme est défini ci-après) conformément à l'article 261-1, III du Règlement Général de l'AMF ;

- le rapport du cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, Expert Indépendant (tel que ce terme est défini ci-après), en date du 25 novembre 2026 (le « **Rapport** »).

Le Conseil d'Administration rappelle que, pour lui permettre d'accomplir diligemment la mission qui lui incombe d'analyser l'Offre de l'Initiateur et de rendre un avis motivé sur cette Offre, le Comité Ad Hoc s'est fait assister par des conseils juridiques (Darrois Villey Maillot Brochier).

Seuls les administrateurs indépendants et l'administratrice représentant les salariés ont pris part aux délibérations et au vote (Philippe Diu, Véronique Morel, Odile Rueff, Sylvie Jéhanno et Frédérique Le Grevès), les autres administrateurs étant liés à l'Initiateur ou exerçant des fonctions de direction au sein de la Société (à savoir Charles Amyot, Kaushik Amin, Simon Fenner et Jean-Claude Marcelin).

I. Rappel des principaux termes de l'Offre et de son contexte

L'offre publique d'achat simplifiée obligatoire (l'« **Offre** ») visant les actions ordinaires de la Société (les « **Actions** ») fait suite à l'acquisition par la société North Atlantic France, une société par actions simplifiée de droit français membre du groupe North Atlantic, détenue à 100 % par la société de droit luxembourgeois North Atlantic Luxembourg (l'« **Initiateur** »), le 28 novembre 2025, de 10.655.368 Actions (le « **Bloc** ») auprès d'ExxonMobil France Holding SAS (« **ExxonMobil** »), représentant 82,89 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société [6], au prix de 26,19 € par Action (l'« **Acquisition** »).

1.1 Contexte de l'Offre

L'Acquisition s'est inscrite dans un processus de vente concurrentiel[7]. On rappellera ci-après les principales étapes ayant mené à l'Acquisition, et à la formulation du Prix (tel que ce terme est défini ci-après) de la présente Offre.

Le 28 mai 2025, ExxonMobil et North Atlantic France ont annoncé être entrés en négociations exclusives pour l'acquisition de la participation de 82,89 % détenue par ExxonMobil France Holding SAS dans le capital de la Société[8] par la signature d'une promesse unilatérale d'achat.

À cette occasion, l'acquéreur a exprimé son ambition de consolider le site de Gravenchon et de développer North Atlantic pour en faire un champion transatlantique de l'énergie. Les parties avaient par ailleurs indiqué que :

- le prix d'acquisition serait soumis à plusieurs ajustements, permettant de tenir compte (i) des distributions de dividendes réalisées antérieurement à l'Acquisition, (ii) de l'incidence de la variation des prix du pétrole sur la valeur du stock de la Société[9], (iii) d'un mécanisme de *ticking fee* et (iv) d'opérations de détourage préalables ;

- des entités du groupe ExxonMobil acquerraient certaines marques déposées et autres droits de propriété intellectuelle qui étaient détenues par la Société et EMCF pour des raisons historiques, ainsi que les activités de commercialisation de lubrifiants et de produits spécialisés auparavant exploitées par la Société ;

- la conclusion à venir de certains accords avec des entités affiliées d'ExxonMobil, notamment pour assurer la continuité de l'approvisionnement en pétrole brut du site, la poursuite d'achat et de vente de matières premières et de produits manufacturés ainsi que le fonctionnement continu des unités de la raffinerie et la commercialisation d'essence sous les marques Esso en France (les « **Accords Commerciaux** »).

---

6 Sur la base d'un nombre total de 12.854.578 droits de vote théoriques au 31 octobre 2026.

7 Cf. § 1.6 et 5.1.1 du Rapport. La Société (en ce compris son Conseil d'Administration et le Comité Ad Hoc composé en son sein) n'a pas eu accès aux offres pour l'acquisition des Actions, ni plus généralement aux éléments du processus ayant conduit à l'Acquisition. En revanche, l'Expert Indépendant a été en mesure de procéder à « *l'examen du processus de vente concurrentiel ayant conduit à l'Acquisition du Bloc* ».

8 Ainsi que de 100 % des actions d'ExxonMobil Chemical France SAS (« **EMCF** »).

9 Cet ajustement résulte du mécanisme de « *locked box* » convenu entre les parties, qui fige la valeur de référence des stocks à une date donnée – en l'espèce, au 31 décembre 2024 – et prévoit une comparaison avec la valeur constatée au moment du *closing* (ou à une date proche, la date finalement retenue étant liée au contrat d'intermédiation conclu avant la finalisation de l'Acquisition) afin de neutraliser l'effet des variations de prix intervenues entre ces deux dates. Le montant de l'ajustement a été communiqué par North Atlantic le 6 octobre 2025.

Le 24 septembre 2025, l'Initiateur a annoncé avoir conclu avec ExxonMobil un contrat d'acquisition de l'intégralité de la participation détenue par ExxonMobil dans la Société et dans EMCF[10] (le « **Contrat d'Acquisition** »), en indiquant que :

- North Atlantic déposerait une offre publique d'achat obligatoire visant les actions détenues par les actionnaires minoritaires ;

- le Conseil d'Administration avait convoqué une Assemblée Générale des actionnaires le 4 novembre 2025 en vue de délibérer sur une proposition de distribution de réserves, pour un montant de 60,21 € par Action[11] ;

- les parties étaient convenues d'intégrer un ajustement à la baisse du prix du Bloc afin de tenir compte de certains passifs sociaux, sans que cet ajustement ne s'impute sur le prix qui serait proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre ;

- le prix de l'Offre serait déterminé après prise en compte des différents ajustements décrits dans le communiqué d'annonce de l'Opération[12] du 28 mai 2025.

Le 1er octobre 2025, la Société a conclu le transfert de propriété de son stock de pétrole brut et de certains produits pétroliers à un établissement bancaire, la mise en place de ce transfert ayant permis de déterminer l'ajustement du prix du Bloc[13] au titre de la variation de la valeur des stocks, dont le montant a été communiqué au marché le 6 octobre 2025[14].

Le 10 novembre 2025, la Société et l'Initiateur ont annoncé la date prévisionnelle du changement de contrôle, en précisant que North Atlantic et ExxonMobil avaient décidé d'arrêter définitivement entre eux, de manière forfaitaire, le montant des ajustements de prix prévus au Contrat d'Acquisition et de fixer le prix par Action versé au titre du Bloc à 26,19 € (le « **Prix Final du Bloc** »)[15].

Le 28 novembre 2025, les parties ont annoncé la finalisation de l'Acquisition ainsi que le prix envisagé de 28,93 € par Action (le « **Prix de l'Offre Initial** ») pour le projet d'offre publique d'achat simplifiée devant être mis en œuvre à la suite des franchissements de seuils, conformément à la réglementation boursière française[16].

Le 8 juin 2026, l'Initiateur a annoncé renoncer à la mise en œuvre du retrait obligatoire dans le cadre de l'Offre[17].

---

10 « North Atlantic France SAS franchit une étape clé dans son projet d'acquisition d'une participation majoritaire dans Esso Société Anonyme Française SA et 100% d'ExxonMobil Chemical France SAS, avec la signature d'un contrat d'acquisition d'actions », 24 septembre 2025.

11 Le dividende de 60,21 € par Action a été détaché le 12 novembre 2025 (avec une mise en paiement intervenue le 14 novembre 2025).

12 L'« **Opération** » est constituée de l'Acquisition et de l'Offre.

13 L'appréciation de l'euro par rapport au dollar américain et la baisse des cours du Brent entre le 31 décembre 2024 et la date retenue dans le cadre du transfert des stocks ont entraîné une baisse du prix du Bloc de 11,01 € par Action.

14 « North Atlantic France SAS annonce le montant de l'ajustement de la valeur du stock lié à son projet d'acquisition d'une participation majoritaire dans Esso Société Anonyme Française SA », 6 octobre 2025.

15 « North Atlantic France SAS finalise avec succès l'acquisition d'une participation contrôlante dans Esso Société Anonyme Française SA et de 100 % d'ExxonMobil Chemical France SAS, deux sociétés indépendantes du groupe ExxonMobil », 10 novembre 2025.

16 « North Atlantic France SAS finalise avec succès l'acquisition d'une participation contrôlante dans Esso Société Anonyme Française SA et de 100 % d'ExxonMobil Chemical France SAS, deux sociétés indépendantes du groupe ExxonMobil », 28 novembre 2025.

17 « North Atlantic France indique aujourd'hui au marché qu'elle ne sollicitera pas la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dans le cadre de l'Offre », 8 juin 2026.

Le 29 octobre 2026, et à la suite d'échanges approfondis intervenus avec l'Expert Indépendant, l'Initiateur a annoncé sa décision d'augmenter le prix de l'Offre à 75 € par Action (le « **Prix** »)[18].

1.2 Cadre juridique de l'Offre

L'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF, l'Initiateur ayant franchi le seuil de 30 % du capital et des droits de vote de la Société à la suite de l'Acquisition ; elle sera réalisée selon la procédure simplifiée et ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

Conformément à l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions en circulation non détenues par l'Initiateur ou assimilées à sa participation, à l'exclusion de dix (10) actions prêtées à deux administrateurs (les « **Actions Prêtées** »), soit un nombre maximum de 2.199.210 actions, étant précisé qu'il n'existe aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

L'Initiateur n'agit pas de concert avec un tiers ou un autre actionnaire de la Société.

L'Initiateur a indiqué, par communiqué de presse du 8 juin 2026, qu'il ne sollicitera pas la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF (y compris dans l'hypothèse où les actions non présentées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société).

Les intentions de l'Initiateur au cours des douze prochains mois sont décrites dans la section 1.2 du Projet de Note d'Information mis à la disposition des membres du Conseil d'Administration.

Ces éléments ont notamment été pris en compte par l'Expert Indépendant pour l'établissement de son Rapport et par le Comité Ad Hoc pour établir sa recommandation.

II. Rappel du processus et du fondement de la désignation de l'Expert Indépendant

Dans la mesure où (i) la Société se trouve être contrôlée par l'Initiateur au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce à l'issue de l'Acquisition, (ii) les dirigeants de la Société ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce ont conclu un accord avec l'Initiateur susceptible d'affecter leur indépendance, et (iii) il existe une ou plusieurs opérations conclues avec l'ancien actionnaire majoritaire de la Société avant l'Acquisition susceptibles d'avoir eu un impact significatif sur le prix ou la parité de l'Offre, celle-ci requiert la désignation d'un expert indépendant en application de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° du Règlement Général de l'AMF.

Le 7 juillet 2025, le Conseil d'Administration a mis en place un comité *ad hoc* chargé de proposer au Conseil d'Administration la désignation d'un expert indépendant, superviser le suivi de ses travaux et préparer un projet d'avis motivé, conformément à la règlementation en vigueur (le « **Comité Ad Hoc** »), dont la constitution a été annoncée au public le 9 octobre 2025.

Le Comité Ad Hoc est composé de Monsieur Philippe Diu (président) et Madame Véronique Morel, administrateurs indépendants, et de Madame Odile Rueff, administratrice représentant les salariés.

---

[18] « Rehaussement du prix de l'offre publique d'achat simplifiée sur les actions NAE », 29 octobre 2026.

Les membres du Comité Ad Hoc ont étudié les profils de plusieurs experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant, en tenant compte notamment (i) de l'absence de liens présents ou passés avec la Société ou l'Initiateur, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires, (iii) de leur proposition financière et (iv) plus généralement de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts.

A la suite de cet examen, et après s'être entretenus avec les équipes des experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant, les membres du Comité Ad Hoc ont décidé, lors de leur réunion du 1er octobre 2025, de proposer au Conseil d'Administration la désignation du cabinet Ledouble SAS (« **Ledouble** »), représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions des articles 261-1, I, 1°, 2° et 4° et 262-1 du Règlement Général de l'AMF et dans les conditions précisées à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante (l'« **Expert Indépendant** »). Cette recommandation reposait notamment sur le niveau de qualification de Ledouble, l'intervention de ce cabinet sur de nombreuses opérations de place complexes, son indépendance et sa réputation.

Le cabinet Ledouble, par l'intermédiaire de Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, a fait savoir qu'il acceptait cette nomination en qualité d'Expert Indépendant et a confirmé ne pas être en situation de conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée.

Le 6 octobre 2025, le Conseil d'Administration, sur recommandation du Comité Ad Hoc, a désigné le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, en qualité d'Expert Indépendant, afin d'établir notamment un rapport sur les conditions financières de l'Offre. La lettre de mission du cabinet Ledouble est annexée au Rapport.

III. Suivi des travaux de l'Expert Indépendant par le Comité Ad Hoc

Le Comité Ad Hoc s'est réuni à de nombreuses reprises depuis qu'il a été informé du projet d'Offre, la plupart du temps en présence de l'Expert Indépendant afin de suivre les travaux de ce dernier.

En particulier, le Comité Ad Hoc s'est réuni, en présence de ses conseils juridiques :

- le 1er octobre 2025, afin d'étudier les profils d'experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant, rencontrer les équipes de Ledouble et émettre une recommandation au Conseil d'Administration sur le choix de l'Expert Indépendant ;

- les 21 et 27 octobre 2025, en présence de l'Expert Indépendant, afin de faire un premier point d'étape sur l'avancée des travaux de ce dernier depuis sa désignation et discuter des méthodes d'évaluation financières privilégiées ;

- les 5 et 21 novembre 2025, 9 et 18 décembre 2025, en présence de l'Expert Indépendant, afin de faire un point sur les demandes documentaires, le calendrier de l'Opération ainsi que sur les échanges avec les actionnaires minoritaires ;

- les 13 janvier, 27 janvier, 6 février, 4 mars et 14 avril 2026, en présence de l'Expert Indépendant, afin de faire un point sur l'état des demandes documentaires de l'Expert Indépendant, le calendrier financier et celui de l'Offre ainsi que sur les échanges récents avec les actionnaires minoritaires ;

- le 21 mai 2026, en présence de l'Expert Indépendant et de représentants de la direction de la Société, afin d'échanger sur les éléments encore nécessaires aux travaux de l'Expert Indépendant, sur l'état des échanges entre l'Expert Indépendant et la Banque Présentatrice, ainsi que de faire un point sur les échanges récents avec les actionnaires minoritaires ;

- le 1er juin 2026, en présence de l'Expert Indépendant, afin de prendre connaissance de l'état de ses travaux d'évaluation, de ses échanges avec la Banque Présentatrice, ainsi que de faire un point sur les demandes formulées par des actionnaires minoritaires en vue de l'assemblée générale ;

- le 8 juin 2026, en présence de l'Expert Indépendant, afin de faire un point sur les éléments demandés à la Société par l'Expert Indépendant, notamment l'atterrissage 2026 et la situation de trésorerie, sur les échanges avec la Banque Présentatrice, sur l'annonce par l'Initiateur de sa renonciation au retrait obligatoire et sur les échanges récents avec les actionnaires minoritaires ;

- le 31 juillet 2026, en présence puis hors la présence de l'Expert Indépendant, afin d'échanger sur les approches de valorisation envisagées par l'Expert Indépendant ;

- le 23 septembre 2026, en présence de l'Expert Indépendant, afin de faire un point sur l'avancement de ses travaux et sur l'incidence de l'évolution des conditions de marché (en particulier des marges de raffinage) ;

- le 24 novembre 2026, en présence des conseils du Comité Ad Hoc et de l'Expert Indépendant, afin d'examiner le projet de conclusions présentées par l'Expert Indépendant et de lui faire part de ses questions et observations ;

- le 25 novembre 2026, après réception du Rapport, en présence de l'Expert Indépendant et en amont du Conseil d'Administration chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre, afin de prendre connaissance des conclusions définitives de l'Expert Indépendant et de finaliser les termes de sa proposition d'avis motivé au Conseil d'Administration.

Tout au long de cette période, le Comité Ad Hoc s'est assuré que l'Expert Indépendant avait eu en sa possession l'ensemble des informations que ce dernier a estimées nécessaires pour l'exécution de sa mission, et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes, notamment au regard du temps nécessaire à l'étude de l'Offre. L'Expert Indépendant a ainsi pu échanger avec la direction de la Société à de très nombreuses reprises, ainsi qu'avec la Banque Présentatrice.

Le Comité Ad Hoc indique ne pas avoir connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Il est précisé que la Société a communiqué à l'Expert Indépendant un certain nombre de documents d'ordre financier ou juridique, décrits plus amplement dans son Rapport. L'Expert Indépendant a notamment revu le plan d'affaires final préparé par la direction de la Société et présenté le 26 octobre 2026 au Conseil d'Administration (le « **Plan d'Affaires** »), révisé pour tenir compte de l'évolution de l'environnement géopolitique mouvant, et des évolutions économiques majeures affectant le secteur, et intégrant les réalisations jusqu'au 31 août 2026 ainsi que les derniers éléments d'atterrissage disponibles sur l'exercice 2026. Ce Plan d'Affaires constitue, à la connaissance du Comité Ad Hoc, les données prévisionnelles les plus pertinentes établies par la Société.

En outre, le Comité Ad Hoc a été informé de la réception par l'Expert Indépendant de courriers et courriels de la part d'actionnaires minoritaires concernant l'Offre. Ces correspondances, qui portaient notamment sur les conditions financières de l'Offre et l'incidence des accords conclus avec ExxonMobil dans le cadre de l'Acquisition, ont été considérées par l'Expert Indépendant dans son Rapport[19].

IV. Travaux de l'Expert Indépendant et conclusions de son rapport

À l'issue des échanges entre le Comité Ad Hoc et l'Expert Indépendant, tels que détaillés ci-dessus, l'Expert Indépendant a remis son Rapport au Conseil d'Administration le 25 novembre 2026.

L'Expert Indépendant a mis en œuvre une évaluation multicritère de l'action, réalisée à la date d'émission de son Rapport, les références boursières étant examinées au 28 octobre 2026, veille de l'annonce du Prix. Il a notamment retenu (i) les références boursières, (ii) une approche intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie (DCF), déclinée selon un scénario de poursuite de l'exploitation et un scénario alternatif de cession à terme de la raffinerie, (iii) des approches analogiques par référence aux comparables boursiers et aux transactions comparables et (iv) le positionnement de ces valeurs par rapport à l'actif net comptable.

La synthèse et les conclusions de l'Expert Indépendant, telles qu'elles figurent dans son Rapport, et présentées au Comité Ad Hoc, sont reproduites ci-après (les termes commençant par une majuscule et les renvois entre parenthèses figurant dans cet extrait se réfèrent au Rapport) :

« *7. Synthèse*

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.5.1), nous nous sommes attachés à vérifier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, au regard de :

- *notre estimation de la valeur de l'Action à l'issue de l'Évaluation Multicritère ;*
- *notre examen des Accords et Opérations Connexes.*

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 Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions.

Le Prix de l'Offre extériorise une prime significative par rapport au Prix Final du Bloc accepté par ExxonMobil à l'issue d'un processus de vente concurrentiel. L'Acquisition du Bloc s'inscrit toutefois dans un contexte particulier, caractérisé par les liens historiques entre le Groupe et ExxonMobil, la réorganisation préalable de certaines activités, la négociation concomitante de multiples accords ayant permis d'assurer la continuité opérationnelle du site de Gravenchon, la cession concomitante des titres EMCF, ainsi que le maintien de relations d'affaires significatives entre les parties après le changement de contrôle.

Compte tenu de ce qui précède, ainsi que de l'évolution significative de l'environnement de marché postérieurement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, nous avons considéré que le Prix Final du Bloc ne constituait pas une référence pertinente dans le cadre de notre appréciation de la valeur de l'Action (§ 3.2.1).

À l'issue de nos diligences, nous relevons que :

[19] A la connaissance du Comité Ad Hoc, la Société et/ou ses administrateurs n'ont pas nécessairement été rendus destinataires de l'ensemble des remarques des actionnaires minoritaires.

- *les raffineries européennes, confrontées à un marché en contraction et à une forte pression sur les marges, devront engager des adaptations plus profondes que leurs homologues américains et asiatiques (§ 2.2.4). La raffinerie de Gravenchon figure parmi les sites capables de faire face aux premières vagues de rationalisation des capacités européennes (§ 3.3.2.4) ;*

- *les économies de coûts attendues à l'issue du changement de contrôle sont insuffisantes pour compenser l'impact de l'augmentation du BFR normatif, inhérente au nouveau statut de raffineur indépendant sous lequel évolue désormais le Groupe, ainsi que des coûts de couverture associés au Contrat Citi (§ 3.3.2.11) ;*

- *le Prix de l'Offre se situe au-dessus de la fourchette de valeurs obtenues selon la méthode DCF dans le scénario de poursuite de l'exploitation. La réalisation des perspectives d'activité et de rentabilité inscrites dans le Plan d'Affaires Final se traduirait par une création de valeur limitée au regard des capitaux durablement mobilisés dans le cycle d'exploitation, dans un contexte de contraction du marché européen du raffinage (§ 3.3.2.12) ;*

- *à l'inverse, le Prix de l'Offre apparaît en retrait par rapport à certaines de nos estimations de la valeur de l'Action, qui reflètent le point de vue d'un investisseur qui serait en mesure de limiter les effets de la décroissance attendue sur le marché européen du raffinage et/ou d'abaisser le montant des capitaux durablement mobilisés dans le cycle d'exploitation (§ 3.3.2.12 et 3.3.3.5).*

L'Offre permet aux Actionnaires Minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix supérieur au cours de bourse spot observé à la Date de Référence. Le Prix de l'Offre s'inscrit dans les différentes fourchettes de valeurs estimées et de références examinées, et extériorise des primes ou des décotes en fonction des scénarios modélisés et des hypothèses retenues (§ 3.4).

Les Accords et Opérations Connexes, dont la négociation a été engagée en amont de l'Acquisition du Bloc, sont susceptibles d'avoir affecté le prix proposé par les candidats acquéreurs potentiels et d'avoir ainsi eu une incidence sur le Prix Final du Bloc qui sous-tendait le Prix de l'Offre Initial. Les Accords et Opérations Connexes n'emportent toutefois pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre (§ 5.8).

Nous avons examiné les observations et les questions qui nous ont été adressées par des Actionnaires Minoritaires sur les termes de l'Offre et y avons apporté les réponses que nous avons jugé utiles en complément de nos travaux (§ 6).

8. Conclusion

Au vu de l'ensemble des éléments d'appréciation résumés en synthèse (§ 7), et à l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous concluons au caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre.

Nous n'avons pas identifié dans les Accords et Opérations Connexes de disposition de nature à remettre en cause notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre. »

V. Principales observations écrites d'actionnaires reçues dans les conditions prévues par la réglementation boursière

L'Expert Indépendant a reçu des observations de la part d'actionnaires minoritaires, portant notamment sur le caractère équitable du Prix et l'incidence des accords conclus avec ExxonMobil dans le cadre de l'Acquisition. Ces remarques sont décrites dans le Rapport auquel le Comité Ad Hoc renvoie. L'Expert Indépendant a été en contact à plusieurs reprises avec certains de ces actionnaires ayant adressé des observations, et a sollicité l'Initiateur, la Banque Présentatrice, ainsi que la direction de la Société pour obtenir de leur part les commentaires qu'appelaient les remarques soulevées dans les courriers.

Le Comité Ad Hoc a demandé à l'Expert Indépendant de bien veiller à ce que les arguments présentés par les actionnaires minoritaires fassent l'objet d'un examen dans le Rapport.

La section 6 du Rapport traite des observations soulevées par ces actionnaires minoritaires, et détaille les réponses qui y sont apportées. Le Comité Ad Hoc renvoie à ces développements.

VI. Recommandations du Comité Ad Hoc

Le 25 novembre 2026, le Comité Ad Hoc s'est réuni et a finalisé sa recommandation au Conseil d'Administration au regard (i) du rapport de l'Expert Indépendant et (ii) du Projet de Note d'Information destiné à être déposé par l'Initiateur, notamment des intentions et motifs qui y sont exprimés.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société

Le Comité Ad Hoc constate que l'Initiateur, qui détient d'ores et déjà le contrôle de la Société, entend accompagner le développement de ses activités, ainsi que l'indiquent ses intentions décrites au paragraphe 1.2 du Projet de Note d'Information.

Il y est notamment précisé que l'Initiateur : « *prévoit de développer le site de Gravenchon et de mettre en œuvre des mesures opérationnelles afin d'en accroître la capacité.*

North Atlantic entend ainsi soutenir le développement futur du site de Gravenchon par la mise en œuvre de pratiques opérationnelles et d'optimisations visant à améliorer sa performance à terme.

Dans ce contexte, North Atlantic souhaite accompagner la Société afin de favoriser une transition ordonnée de ses activités dans les domaines du raffinage, du mélange de lubrifiants, des ventes commerciales et des produits spécialisés. »

Le Comité Ad Hoc relève également que l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société et qu'il n'est pas envisagé de procéder à une fusion de l'Initiateur avec la Société.

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité Ad Hoc confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

S'agissant du Prix et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société

Le Comité Ad Hoc a pris connaissance des éléments d'appréciation du Prix établis par la Banque Présentatrice dans son rapport, ainsi que du Rapport qui conclut sur le caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre.

Le Comité Ad Hoc note également que l'Expert Indépendant a été saisi de lettres ou courriels d'actionnaires minoritaires au sujet de l'Offre, comme cela est détaillé ci-avant. Le Comité Ad Hoc a pris connaissance de ces correspondances et a veillé à ce qu'elles fassent l'objet d'une revue particulière par l'Expert Indépendant qui a notamment discuté à plusieurs reprises avec la direction de la Société, l'Initiateur, et la Banque Présentatrice. Les réponses de l'Expert Indépendant apportées aux observations de ces actionnaires minoritaires figurent dans la section 6 de son Rapport. Le Comité Ad-Hoc relève qu'au terme de ses travaux, l'Expert indépendant a conclu : *« Au vu de l'ensemble des éléments d'appréciation résumés en synthèse (§ 7 [du Rapport]), et à l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous concluons au caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre.*

Nous n'avons pas identifié dans les Accords et Opérations Connexes de disposition de nature à remettre en cause notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre. »

Le Comité Ad-Hoc relève que l'Expert Indépendant a mené une analyse multi-critères, qui l'a amené à conclure :

« L'Offre permet aux Actionnaires Minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix supérieur au cours de bourse spot observé à la Date de Référence. Le Prix de l'Offre s'inscrit dans les différentes fourchettes de valeurs estimées et de références examinées, et extériorise des primes ou des décotes en fonction des scénarios modélisés et des hypothèses retenues (§ 3.4 [du Rapport]). »

Le Comité Ad Hoc relève également que l'Expert Indépendant a revu les accords conclus dans le cadre de la sortie de la Société du périmètre ExxonMobil.

L'Expert Indépendant (i) n'a identifié aucun élément permettant de considérer que les modalités de cession des titres EMCF ont eu une incidence significative sur le prix de l'Acquisition, (ii) n'a pas identifié dans le contrat de crédit (visé au paragraphe 5.2 du Rapport) de disposition conférant au groupe ExxonMobil un avantage excédant les droits habituellement consentis à un prêteur, tout en relevant que ce financement présente des caractéristiques proches d'un crédit vendeur et (iii) considère que les autres accords conclus dans le cadre de l'Acquisition ne remettent pas en cause l'appréciation du caractère équitable du Prix.

Le Comité Ad Hoc relève que la sortie du périmètre ExxonMobil, qui s'est imposée à la Société, a nécessité de renégocier les relations avec l'ancien actionnaire majoritaire, afin de préserver la continuité d'exploitation de North Atlantic Energies dans un contexte de raffineur indépendant.

Le Comité Ad Hoc relève que l'Expert Indépendant a écarté le prix de l'Acquisition comme référence pour l'appréciation de la valeur de l'Action (§ 3.2.1 du Rapport). Le Comité Ad Hoc souhaite cependant souligner que, selon le Rapport lui-même, l'Acquisition s'est inscrite dans un processus de vente concurrentiel, de telle sorte que le prix du Bloc correspond à un prix librement négocié entre deux

professionnels, un acheteur professionnel de l'investissement, et un cédant qui est l'un des acteurs majeurs de l'industrie pétrolière.

Le Comité Ad Hoc relève que le Prix de l'Offre de 75 € par Action représente une prime très substantielle de près de 49 euros par Action (environ 186%) sur le prix de l'Acquisition, reflétant une amélioration très significative du prix offert aux actionnaires minoritaires par rapport au prix négocié par ExxonMobil.

Le Comité Ad-Hoc estime que la prime reflète – du moins pour une large part – l'amélioration du Plan d'Affaires depuis la date de l'Acquisition, amélioration qui est due pour l'essentiel à l'amélioration des résultats intervenue postérieurement à l'Acquisition, dans un contexte géopolitique et économique particulier pour l'industrie du raffinage, dont la pérennité n'est pas acquise.

Le Comité Ad-Hoc relève également que le taux de décroissance perpétuelle retenu par l'Expert Indépendant dans son approche d'évaluation intrinsèque est inférieur au taux retenu par l'étude de l'entreprise américaine S&P Global[20]. La direction générale de la Société a fait observer que le Plan d'Affaires n'intégrait pas le coût du carbone (ETS phase IV) qui risque de peser sur la compétitivité des raffineries européennes dans les prochaines années et nécessiter des investissements significatifs.

In fine, le Comité Ad-Hoc note que le Prix de l'Offre, qui représente une augmentation très significative par rapport au prix du Bloc payé à ExxonMobil, et extériorise une prime sur le cours spot (au dernier jour de cotation la veille de la communication au marché du Prix de l'Offre soit le 28 octobre 2026), se situe dans les fourchettes de valorisation retenues par l'Expert Indépendant, et au-dessus de la fourchette de valorisation par la méthode de DCF dans un scenario de poursuite de l'exploitation dans la configuration actuelle.

Le Comité Ad Hoc constate par conséquent que l'Offre est dans l'intérêt des actionnaires minoritaires en leur offrant une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions à un prix considéré comme équitable par l'Expert Indépendant, très significativement supérieur au prix payé à ExxonMobil dans le cadre de l'Acquisition.

Il est rappelé que, l'Initiateur ayant indiqué, par annonce du 8 juin 2026, qu'il ne solliciterait pas la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, les actionnaires qui souhaiteraient rester exposés aux opportunités de création de valeur de la Société, demeurent libres de conserver leurs Actions, en restant alors exposés aux risques, notamment liés à l'évolution du contexte géopolitique et économique, et à l'impact éventuel d'une possible réduction de la liquidité de l'Action (en fonction du taux d'apport à l'Offre).

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés

Le Comité Ad Hoc constate que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société.

L'Initiateur a en effet indiqué dans son Projet de Note d'Information au paragraphe 1.2.2 que :

« *L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société. L'Offre n'entraînera pas en elle-même d'incidence particulière sur les effectifs de la Société ou sa politique salariale et de gestion des ressources humaines.* »

Il est précisé que le comité social et économique central de l'unité économique et sociale à laquelle appartient la Société a été informé et consulté dans le cadre de l'Acquisition et a indiqué, le 4 septembre

[20] Cf. § 2.2.4 et 3.3.2.4 du Rapport.

2025, ne pas être en mesure de rendre un avis pleinement éclairé. Il a été informé de l'Offre le 18 novembre 2026.

Le Comité Ad Hoc considère que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts des salariés de la Société et constate que l'Initiateur a indiqué dans son Projet de Note d'Information que l'Offre n'entrainera pas en elle-même d'incidence particulière sur les effectifs de la Société ou sa politique salariale et de gestion des ressources humaines.

***

Au terme de sa mission, connaissance prise du Rapport et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité Ad Hoc, à l'unanimité de ses membres :

- **relève que les termes financiers de l'Offre, à savoir le Prix, sont équitables pour les actionnaires minoritaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre ;**

- **présente au Conseil d'Administration le projet d'avis motivé ;**

- **recommande au Conseil d'Administration de la Société de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs titres à l'Offre.**

Cette présentation terminée, le Président du Comité Ad Hoc présente et soumet au Conseil d'Administration le Projet de Note en Réponse établi par la Société et destiné à être déposé auprès de l'AMF dans les jours à venir.

VII. Avis motivé du Conseil d'Administration

Après discussion sur le projet d'Offre, au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par la Banque Présentatrice, (iii) des conclusions du Rapport sur les conditions financières de l'Offre et (iv) des conclusions des travaux de revue du Comité Ad Hoc, le Conseil d'Administration, à l'unanimité de ses membres votants (étant précisé que les administrateurs liés à l'Initiateur ou exerçant des fonctions de direction au sein de la Société, à savoir Messieurs Charles Amyot, Kaushik Amin, Simon Fenner et Jean-Claude Marcelin, n'ont pas pris part aux délibérations ni au vote) :

- **prend acte** :

    - des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du Prix figurant dans le Projet de Note d'Information ;

    - des motifs et intentions exprimés par l'Initiateur tels que figurant dans le Projet de Note d'Information ;

    - des travaux et recommandations du Comité Ad Hoc et de l'avis favorable unanime de ce dernier sur l'Offre ;

    - des conclusions de l'Expert Indépendant qui, après avoir procédé à une approche multicritère en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre

d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre ;

- **approuve et adopte**, sans y apporter aucune modification, le projet d'avis motivé proposé par le Comité Ad Hoc ;

- **considère** en conséquence, que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts :

    - de la Société, notamment dans la mesure où l'Initiateur, qui contrôle d'ores et déjà la Société, entend accompagner le développement de ses activités, en particulier du site de Gravenchon ;

    - de ses actionnaires, puisque le Prix est considéré comme équitable par l'Expert Indépendant, fait ressortir une prime substantielle par rapport au prix payé à ExxonMobil dans le cadre de l'Acquisition et leur offre une liquidité immédiate à des conditions jugées équitables par l'Expert Indépendant, les actionnaires minoritaires demeurant libres de conserver leurs Actions en l'absence de retrait obligatoire en restant alors également exposés aux risques comme aux opportunités ;

    - de ses salariés, puisque l'Initiateur a indiqué dans son Projet de Note d'Information que l'Offre n'entrainera pas en elle-même d'incidence particulière sur les effectifs de la Société ou sa politique salariale et de gestion des ressources humaines.

- **recommande** aux actionnaires qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions à l'Offre ;

- **approuve** le Projet de Note en Réponse de la Société ;

et en conséquence de ce qui précède,

- **donne tous** pouvoirs au Président Directeur Général, à l'effet de finaliser, amender et permettre le dépôt, au nom et pour le compte de la Société, du Projet de Note en Réponse, ainsi que du document « Autres informations » relatif aux autres informations notamment juridiques, financières et comptables de la Société, et tout autre document utile ou nécessaire à l'Offre, et plus généralement prendre toute décision, effectuer tout acte ou signer tout document nécessaire à l'Offre et sa mise en œuvre.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Lors de la réunion du Conseil d'administration du 25 novembre 2026 au cours de laquelle le Conseil d'administration a rendu son avis motivé sur l'Offre, conformément à l'article 231-19, 6° du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société ayant participé à cette réunion ont fait part de leur intention de ne pas apporter à l'Offre les Actions qu'ils détiennent, compte tenu de leur maintien en fonctions et de l'obligation de détention d'au moins cinq (5) Actions prévue par l'article 17 des Statuts. Il est rappelé que Monsieur Simon Fenner et Monsieur Kaushik Amin détiennent chacun cinq (5) Actions Prêtées par l'Initiateur, lesquelles sont exclues de l'Offre, et que Madame Odile Rueff,

administratrice représentant les salariés désignée en application de l'article L. 225-27-1 du Code de commerce, ne détient aucune Action.

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société ne détient aucune Action en propre.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE ET AUTRES PRINCIPAUX ACCORDS CONCLUS DANS LE CONTEXTE DE L'ACQUISITION DU BLOC

À l'exception des accords décrits ci-après, la Société n'a pas connaissance d'accords conclus par les personnes concernées par l'Offre ou par ses propres actionnaires susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

6.1. Documentation transactionnelle

L'Acquisition du Bloc par l'Initiateur est documentée par la promesse d'achat consentie à ExxonMobil le 27 mai 2025 ainsi que le Contrat d'Acquisition entre l'Initiateur et ExxonMobil en date du 24 septembre 2025. L'Acquisition du Bloc réalisée le 28 novembre 2025 a par ailleurs été financée en partie par le Contrat de Crédit (tel que ce terme est défini à la Section 1.3.1.3 du Projet de Note d'Information).

6.1.1. Promesse d'achat relative à l'acquisition par NAF de l'intégralité de la participation détenue par ExxonMobil dans la Société

Comme indiqué à la Section 1.1.3 (*Étapes préalables à l'Offre*) du Projet de Note d'Information, l'Initiateur a conclu le 27 mai 2025 avec ExxonMobil une promesse d'achat pour l'Acquisition du Bloc, dans l'attente du processus de consultation des instances représentatives du personnel de l'Initiateur et de la Société.

6.1.2. Contrat d'Acquisition

Comme indiqué à la Section 1.1.3 (*Étapes préalables à l'Offre*) du Projet de Note d'Information, l'Initiateur a procédé le 28 novembre 2025 à l'Acquisition du Bloc en application d'un Contrat d'Acquisition en date du 24 septembre 2025 conclu à l'issue d'un processus d'enchères compétitif initié par ExxonMobil en 2024 ayant impliqué plusieurs candidats acquéreurs potentiels.

L'Acquisition du Bloc a été réalisée au prix de 26,19 € par Action, après application des ajustements détaillés ci-après.

Pour rappel, l'Initiateur a annoncé le 6 octobre 2025 que :

- le Prix Initial du Bloc de 149,19 € par Action annoncé le 28 mai 2025 serait ramené à 85,18 €, reflétant (i) un ajustement à la baisse de 11,01 € correspondant au changement dans la valeur en euros du stock de la Société par rapport à sa valeur au 31 décembre 2024 et (ii) un ajustement à la baisse de 53,00 €, correspondant au dividende ordinaire de 3 euros et exceptionnel de 50 euros ;
- compte tenu de la Distribution Exceptionnelle, le prix de 85,18 € par action serait également réduit à 24,97 € par Action (soit une réduction de 60,21 €).

Par ailleurs, l'Initiateur a indiqué dans son communiqué de presse en date du 10 novembre 2025 qu'en cas de réalisation de l'Acquisition du Bloc le 28 novembre 2025, North Atlantic et ExxonMobil ont

convenu d'arrêter définitivement entre eux, de manière forfaitaire[21], le montant des ajustements de prix prévus au Contrat d'Acquisition et de fixer le prix versé à ExxonMobil à 26,19 € par Action, le Prix Final du Bloc.

Le tableau ci-dessous récapitule les distributions et ajustements permettant d'expliquer l'évolution entre le Prix Initial du Bloc et le Prix Final du Bloc.

Description	**Euros par Action**
Prix de l'Acquisition du Bloc avant ajustements, annoncé le 28 mai 2025	149,19
Dividendes ordinaire et exceptionnel versés le 10 juillet 2025	(53,00)
Ajustement de la valeur des stocks	(11,01)
Prix ajusté avant la distribution de novembre 2025	**85,18**
Distribution exceptionnelle de réserves versée le 14 novembre 2025	(60,21)
Prix ajusté après distributions	**24,97**
Ajustements nets prévus par le Contrat d'Acquisition lors de la réalisation	1,22
Prix de l'Acquisition du Bloc payé à ExxonMobil le 28 novembre 2025	**26,19**

Le Prix de l'Offre est ainsi supérieur de 186,37 % au prix par Action payé à ExxonMobil dans le cadre de l'Acquisition du Bloc.

Le Contrat d'Acquisition ne prévoit aucun complément de prix au profit d'ExxonMobil.

Acquisition d'ExxonMobil Chemical France

Outre l'Acquisition du Bloc réalisée aux termes du Contrat d'Acquisition, NAF a également, en vertu de ce même contrat, acquis auprès d'ExxonMobil 100 % d'ExxonMobil Chemical France, désormais dénommée North Atlantic Chemical, pour un montant d'un (1) euro et après recapitalisation souscrite par ExxonMobil France Holding SAS afin d'améliorer la situation des capitaux propres de la société.

Autorisations réglementaires

Le Contrat d'Acquisition prévoit un engagement des parties de prendre toutes les mesures nécessaires afin d'obtenir les autorisations requises auprès des autorités compétentes en matière de droit de la concurrence, d'investissements étrangers et de subventions étrangères, dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, lesquelles ont été obtenues préalablement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc.

6.1.3. Contrat de Crédit

Comme indiqué à la Section 1.3.1.3 du Projet de Note d'Information, l'Acquisition du Bloc a pour partie été financée par un prêt à terme octroyé en vertu d'un contrat de crédit en date du 21 novembre 2025 conclu notamment par North Atlantic France en tant qu'emprunteur, Citi Europe Public Limited Company (« **Citi** ») en tant que prêteur initial et Esso Luxembourg S.à.r.l., une entité du groupe ExxonMobil, en tant qu'arrangeur (le « **Contrat de Crédit** »). Les principaux termes du Contrat de

[21] Conformément au communiqué de presse de l'Initiateur en date du 10 novembre 2025, ce montant fixé de manière forfaitaire résulte d'ajustements au titre du ticking fee et d'un montant net d'impôt tels que prévus par le Contrat d'Acquisition.

Crédit sont précisés à la Section 2.10 (*Modes de financement de l'Acquisition du Bloc et de l'Offre*) du Projet de Note d'Information.

6.2. Autres accords conclus dans le contexte de l'Acquisition du Bloc

Par ailleurs, afin de permettre la sortie de la Société du groupe ExxonMobil et de prendre acte de la fin de son intégration au sein dudit groupe, tout en assurant la continuité d'exploitation des activités de la Société, différents accords décrits ci-après ont été conclus dans le contexte de l'Acquisition du Bloc.

Ceux des contrats qui ont été conclus par la Société avec ExxonMobil alors qu'ExxonMobil était encore son actionnaire de référence ont été autorisés par le conseil d'administration de la Société conformément à la procédure des conventions réglementées et une description desdits contrats est disponible sur le site internet de la Société[22].

6.2.1. Contrat de cession et de portage des stocks

La Société a mis en place, en date du 1er octobre 2025, un contrat de financement avec un établissement bancaire adossé à ses inventaires de pétrole brut et une partie de ses inventaires de produits pétroliers. Ce contrat permet à la Société de financer la majorité de ses inventaires au moyen d'un mécanisme de portage des stocks qui comprend un transfert de propriété juridique. À l'échéance du contrat en septembre 2028, une clause prévoit une obligation de rachat des inventaires par la Société.

6.2.2. Contrat de cession du fonds de commerce lubrifiants et spécialités

Préalablement à l'Acquisition du Bloc, la Société a cédé au groupe ExxonMobil le fonds de commerce attaché à l'activité de commercialisation des lubrifiants et spécialités. Le contrat relatif à cette cession, conclu alors qu'ExxonMobil était encore actionnaire de référence de la Société, a été autorisé par le conseil d'administration de la Société conformément à la procédure des conventions réglementées et une description dudit contrat est disponible sur le site internet de la Société[23].

6.2.3. Contrat de cession de marques et logos

Préalablement à l'Acquisition du Bloc, la Société a cédé au groupe ExxonMobil certaines marques et droits de propriété intellectuelle. Le contrat relatif à cette cession, conclu alors qu'ExxonMobil était encore actionnaire de référence de la Société, a été autorisé par le conseil d'administration de la Société conformément à la procédure des conventions réglementées et une description dudit contrat est disponible sur le site internet de la Société[24].

6.2.4. Accords commerciaux

Dans le cadre de la sortie de la Société du groupe ExxonMobil, différents accords à caractère principalement commercial ou opérationnel ont été conclus afin d'assurer la continuité d'exploitation de la Société, reflétant le fait que la Société est désormais un raffineur indépendant qui n'est plus affilié à un groupe pétrolier international.

Ces accords, auxquels l'Initiateur n'est pas partie[25], ont vocation à permettre à la Société de continuer à exercer son activité et couvrent notamment :

---

22 https://northatlantic.fr/actionnaires/accueil/conventions-reglementees/

23 https://northatlantic.fr/actionnaires/accueil/conventions-reglementees/

24 https://northatlantic.fr/actionnaires/accueil/conventions-reglementees/

25 À l'exception des contrats suivants : *Refining and Chemical Technology Agreement, Technical Information Assistance Agreement* et *Technology Confidentiality Agreement.*

- **l'approvisionnement en matières premières et produits intermédiaires** : pétrole brut (*Crude Oil Supply Agreement*), produits pétroliers raffinés (*Product Supply Agreement*), biocarburants (*Fuel Product Offtake and Biofuel Supply Agreement*), et alpha-oléfines linéaires (*Product Purchase and Sale Agreement* (*LAO)*);
- **le façonnage de produits (*tolling-type agreements*)** : bases lubrifiantes et cires (*Basestocks & Wax Offtake Agreement*), huiles blanches (*White Oils Offtake Agreement*), lubrifiants finis (*LOBP Buy-Sell Agreement*), benzène réformé (*Reformed Benzene Heart Cut Offtake Agreement*), et poly-alpha oléfines (*Product Purchase and Sale Agreement* (*PAO)*);
- **les droits d'usage des informations techniques et marques** : licence de technologie de raffinage et chimie (*Refining and Chemical Technology Agreement*), assistance technique (*Technical Information Assistance Agreement*), confidentialité des informations techniques (*Technology Confidentiality Agreement*) et droit d'usage des marques (*Brand Fee Agreement*).

Ces contrats négociés librement entre les parties relèvent pour l'essentiel de relations commerciales courantes d'approvisionnement et de vente de produits qui ont dû être formalisées à l'occasion de la sortie de la Société du groupe ExxonMobil. Antérieurement à ladite sortie, ces relations commerciales étaient conclues avec des entités du groupe ExxonMobil ou assumées par ces dernières.

Au terme de travaux portant sur ces différents accords, les membres indépendants du conseil d'administration de la Société ont considéré qu'il était dans l'intérêt de la Société, en sa qualité de raffineur indépendant, de conclure ces accords commerciaux avec le groupe ExxonMobil afin de sécuriser certains de ses approvisionnements et débouchés et d'assurer la continuité de ses activités.

6.3. Convention de prestation de services

Convention de prestation de services par la Société au bénéfice de l'Initiateur

La Société et l'Initiateur ont conclu une convention de prestation de services aux termes de laquelle la Société assiste l'Initiateur notamment en matière administrative, juridique, financière, comptable et informatique, de ressources humaines, d'achats et de relations publiques. En contrepartie, la Société perçoit une rémunération égale au coût de revient de ces prestations, majoré d'une marge de 5 %. La convention expire le 31 décembre 2026 et se renouvelle ensuite tacitement par périodes d'un an, sauf résiliation.

Convention de prestation de services par l'Initiateur au bénéfice de la Société

L'Initiateur et la Société ont conclu une convention de prestation de services aux termes de laquelle l'Initiateur assiste la Société notamment en matière de gestion des quotas d'émission, de négoce, de fourniture de services spécifiques de trading, ou sur des sujets d'organisation et de développement opérationnel. En contrepartie, l'Initiateur perçoit une rémunération égale au coût de revient de ces prestations, majoré d'une marge de 5 %. La convention expire le 31 décembre 2026 et se renouvelle ensuite tacitement par périodes d'un an, sauf résiliation.

À l'exception des accords décrits à la Section 1.3 (*Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue et autres principaux accords conclus dans le contexte de l'Acquisition du Bloc*) du Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'a pas connaissance d'autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1. Structure et répartition du capital de la Société

À la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 98.337.521,70 euros, divisé en 12.854.578 Actions d'une valeur nominale de 7,65 euros chacune, représentant autant de droits de vote théoriques, réparties de la manière suivante :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
NAF	10.655.358	82,89 %	10.655.358	82,89 %
Actions Prêtées	10	0,00 %	10	0,00 %
Flottant	2.199.210	17,11 %	2.199.210	17,11 %
Total	**12.854.578**	**100,00 %**	**12.854.578**	**100,00 %**

7.2. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote

À la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions ou à l'exercice du droit de vote. La Société n'a connaissance d'aucun accord, pacte ou engagement entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.3. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

7.3.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Restrictions aux transferts d'Actions

Conformément à l'article 12 des statuts de la Société en date du 4 novembre 2025, avec un effet au 28 novembre 2025 (les « Statuts »), les Actions sont librement négociables, sauf lorsqu'elles ne sont pas libérées des versements exigibles.

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Conformément à l'article 14 bis des Statuts, tant que les Actions de la Société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, outre les déclarations de franchissement de seuils expressément prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur, toute personne physique ou morale qui vient à posséder directement ou indirectement, seule ou de concert, une fraction du capital ou des droits de vote (calculée conformément aux dispositions des articles L. 233-7 et L. 233-9 du Code de commerce et aux dispositions du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers) égale ou supérieure à 1 % du capital ou des droits de vote, ou tout multiple de ce pourcentage, y compris au-delà des seuils prévus par les dispositions légales et réglementaires, doit notifier à la Société, le nombre total (i) des Actions et des droits de vote qu'elle possède, directement ou indirectement, seule ou de concert,

(ii) des titres donnant accès à terme au capital de la Société qu'elle possède, directement ou indirectement, seule ou de concert et des droits de vote qui y sont potentiellement attachés, et (iii) des Actions déjà émises que cette personne peut acquérir en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier. Cette notification doit intervenir, par lettre recommandée avec accusé de réception, dans un délai de quatre jours de bourse à compter du franchissement de seuil concerné.

L'obligation d'informer la Société s'applique également, dans les mêmes délais et selon les mêmes conditions, lorsque la participation de l'actionnaire en capital, ou en droits de vote, devient inférieure à l'un des seuils susmentionnés.

En cas de non-respect de l'obligation de déclaration de franchissement de seuils susvisée et à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 3 % du capital ou des droits de vote, les Actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

Il est précisé que la Société se réserve la faculté de porter à la connaissance du public et des actionnaires soit les informations qui lui auront été notifiées, soit le non-respect de l'obligation susvisée par la personne concernée.

Absence de droit de vote double

En application des dispositions de l'article 8 des Statuts, les Actions sont à droit de vote simple et ne bénéficient pas d'un droit de vote double.

7.3.2. Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société, portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

À la connaissance de la Société, il n'existe aucune convention en vigueur prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société, portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

7.4. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

À la date du Projet de Note en Réponse, et à la connaissance de la Société, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 7.1 du Projet de Note en Réponse.

Durant les douze (12) derniers mois, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils et d'intention en date du 2 décembre 2025, North Atlantic France a informé l'AMF qu'à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc, sa participation dans la Société a franchi à la hausse les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3, 50 % et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société et qu'elle détenait 10.655.368 Actions représentant autant de droits de vote, soit 82,89 % du capital et des droits de vote de la Société ;

- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 2 décembre 2025, ExxonMobil France Holding SAS a informé l'AMF qu'à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc, sa participation dans la Société a franchi à la baisse les seuils de 2/3, 50 %, 1/3, 30 %, 25 %, 20 %, 15 %, 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de la Société et qu'elle ne détenait plus aucune action de la Société ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 11 mai 2026, M. Allan Green a informé l'AMF qu'à la suite d'acquisitions réalisées sur le marché, sa participation dans la Société a franchi à la hausse le seuil de 5 % du capital et des droits de vote de la Société et qu'il détenait directement et indirectement, 643.000 Actions représentant autant de droits de vote, soit 5,002 % du capital et des droits de vote de la Société.

7.5. Liste des détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

7.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Au 31 décembre 2025, les fonds communs de placement d'entreprise réservés aux salariés détenaient 0,08 % du capital social de la Société, soit 10.000 Actions. À la connaissance de la Société, il n'existe pas de mécanisme de contrôle particulier prévu par un système d'actionnariat du personnel lorsque les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.

7.7. Rappel des règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des Statuts de la Société

7.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 15 des Statuts, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de quatre (4) membres au moins et de douze (12) membres au plus.

Conformément aux articles L. 225-18 et L. 225-24 du Code de commerce, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire, sauf la faculté pour le Conseil d'administration, en cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, de procéder par cooptation, entre deux assemblées générales, à la nomination de leurs remplaçants, chacun pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur, sous réserve de ratification par la plus prochaine assemblée générale. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le Conseil d'administration n'en demeurent pas moins valables. Tout administrateur nommé en remplacement d'un autre administrateur ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Toutefois, lorsque le nombre des administrateurs en fonction est devenu inférieur au minimum légal, le Conseil d'administration ou, à défaut, les commissaires aux comptes, doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire des actionnaires en vue de compléter l'effectif du Conseil d'administration, en vertu de l'article L. 225-24 du Code de commerce.

Conformément à l'article 16.3 des Statuts, nul ne peut être élu ou coopté à un poste d'administrateur s'il doit atteindre l'âge de soixante-dix (70) ans dans le courant de l'année civile où se situerait cette nomination ou cette cooptation. Cette disposition est applicable au représentant permanent d'une personne morale administrateur.

Conformément à l'article 16 des Statuts, les administrateurs sont nommés pour une durée d'un (1) an, courant d'une assemblée générale ordinaire à la suivante.

Les administrateurs sont indéfiniment rééligibles et peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Le Conseil d'administration élit, parmi ses membres, un président qui doit être une personne physique. Le président est élu pour la durée de ses fonctions d'administrateur, il est toujours rééligible et peut être révoqué à tout moment par le Conseil d'administration. Nul administrateur ne peut être élu aux fonctions de président s'il a atteint l'âge de soixante-cinq (65) ans.

Dans le contexte de l'Acquisition du Bloc, North Atlantic France a sollicité la nomination de deux (2) administrateurs. En conséquence, le Conseil d'administration de la Société est composé, depuis le 28 novembre 2025, de neuf (9) administrateurs, en ce compris le Président-Directeur Général, dont deux (2) (Monsieur Simon Fenner et Monsieur Kaushik Amin) ont été cooptés conformément à la proposition faite par North Atlantic France, cooptations ratifiées par l'assemblée générale de la Société le 24 juin 2026.

À l'issue de l'Offre, l'Initiateur pourrait modifier la composition actuelle du conseil d'administration de la Société afin de prévoir notamment qu'au moins la majorité des membres du conseil d'administration de la Société seront nommés sur proposition de l'Initiateur.

Par ailleurs, conformément à l'article 17 des Statuts, chaque administrateur doit être propriétaire d'au moins cinq (5) Actions pendant toute la durée de son mandat. À cette fin, l'Initiateur a consenti un prêt de consommation à titre gratuit portant sur un total de dix (10) Actions au profit de Monsieur Simon Fenner et de Monsieur Kaushik Amin.

7.7.2. Règles applicables à la modification des Statuts

Conformément aux dispositions législatives et règlementaires en vigueur, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les Statuts. Néanmoins, l'assemblée générale extraordinaire ne peut augmenter les engagements des actionnaires qu'à l'unanimité des actionnaires.

L'assemblée générale extraordinaire réunie sur première convocation ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le quart des Actions ayant le droit de vote.

L'assemblée générale extraordinaire réunie sur deuxième convocation ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des Actions ayant le droit de vote.

Les délibérations de l'assemblée générale extraordinaire sont prises à la majorité des deux tiers des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés. Les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux Actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.

7.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

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. Il procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Les missions et attributions du Conseil d'administration sont décrites à l'article 21 des Statuts et dans le règlement intérieur du Conseil d'administration.

Dans le cadre de son organisation interne, le Conseil d'administration a créé un comité d'audit chargé de l'assister dans la conduite des affaires de la Société.

L'assemblée générale des actionnaires n'a pas accordé de délégation au Conseil d'administration dans le domaine des augmentations de capital.

La Société n'a aucun programme de rachat de ses propres Actions, n'émet pas de titres à caractéristiques particulières, tels que des titres subordonnés ou obligations convertibles, ni plus généralement d'instruments dilutifs, et n'a procédé à aucune attribution gratuite d'Actions existantes ou à émettre.

7.9. Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

La Société a mis en place : (i) un accord-cadre conclu avec Citi (*Framework Agreement*) et ses accords accessoires, portant sur la cession et le portage des inventaires de pétrole brut et d'une partie des inventaires de produits pétroliers de la Société, ainsi que sur le financement de ses créances commerciales ; (ii) un contrat d'approvisionnement en pétrole brut (*Crude Oil Supply Agreement*) et un contrat d'approvisionnement en produits pétroliers (*Product Supply Agreement*) ; (iii) un contrat d'enlèvement de produits pétroliers et d'approvisionnement en biocarburants (*Product Offtake and Biofuels Supply Agreement*) ; (iv) un contrat d'enlèvement d'huiles blanches (*Product Offtake Agreement (White Oils)*) ; (v) un contrat d'enlèvement d'huiles de base et de paraffines (*Product Offtake Agreement (B&W)*) ; (vi) un contrat d'achat et de vente de lubrifiants et de graisses (*Product Purchase and Sale Agreement (LOBP)*) ; (vii) un contrat d'achat d'alpha-oléfines linéaires (LAO) et de vente de poly-alpha-oléfines (PAO) (*Product Purchase and Sale Agreement (Alpha Olefins)*), ainsi qu'un contrat d'échange portant sur les stocks de LAO et de PAO (*Exchange Agreement (Alpha Olefins)*) ; (viii) un contrat d'enlèvement de coupe de cœur de benzène (*Product Offtake Agreement (RBHC)*) ; et (ix) un contrat de licence de la marque Esso (*Brand Fee Agreement*).

Ces contrats soumettent tout changement de contrôle de la Société à l'information et/ou à l'accord préalables de la contrepartie, et ouvrent à celle-ci, dans certaines conditions, une faculté de résiliation. Le contrat visé au (ix) s'applique également à toute cession de plus de 20% du capital de la Société ou d'une de ses sociétés mères.

À la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autre accord significatif conclu par la Société qui serait modifié ou prendrait fin en cas de changement de contrôle de la Société.

7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

À la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord spécifique prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent, sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

7.11. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application des dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, a été désigné en qualité d'Expert Indépendant le 6 octobre 2025 par le Conseil d'administration, sur recommandation du Comité Ad Hoc, afin d'établir un rapport permettant d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 25 novembre 2026, est reproduit dans son intégralité en Annexe 1 et fait partie intégrante du Projet de Note en Réponse.

9. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur le site internet de la Société (https://northatlantic.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de la Société au 20, rue Paul Héroult – 92000 Nanterre.

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

« *Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données du projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée*. »

Monsieur Charles Amyot, Président-Directeur Général de North Atlantic Energies.

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant

Ledouble

NORTH ATLANTIC ENERGIES

20, rue Paul Héroult
92000 Nanterre

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

ATTESTATION D'EQUITE

Ledouble SAS – 64, rue La Boétie – 75008 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 7
1.1. Contexte et motifs de l'Offre 7
1.2. Périmètre de l'Offre 9
1.3. Financement de l'Acquisition du Bloc et de l'Offre 9
1.4. Synergies et gains économiques liés à l'Offre 10
1.5. Contours de la Mission 10
1.6. Diligences effectuées 11
1.7. Limites de la Mission 12
1.8. Plan du Rapport 12
1.9. Conventions de présentation 13
2. PRESENTATION DU GROUPE ET DE SON MARCHE 14
2.1. Présentation du Groupe 14
2.2. Le marché européen du raffinage 20
2.3. Analyse de la performance historique du Groupe 27
2.4. Impact du changement de contrôle sur le fonctionnement du Groupe 32
2.5. Structure bilancielle 33
2.6. Matrice « SWOT » 36
3. ÉVALUATION MULTICRITERE 37
3.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère 37
3.2. Références et méthodes d'évaluation écartées 40
3.3. Références et méthodes d'évaluation retenues 41
3.4. Synthèse de l'Évaluation Multicritère 63
4. ANALYSE DES ELEMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRESENTATEUR 65
4.1. Références boursières 65
4.2. Référence à l'Acquisition du Bloc 65
4.3. Valorisation intrinsèque 65
4.4. Valorisation analogique par les comparables boursiers 67
4.5. Valorisation analogique par les transactions comparables 68
4.6. Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation 69
5. ANALYSE DES ACCORDS ET OPERATIONS CONNEXES 70
5.1. Promesse Unilatérale d'Achat et Contrat d'Acquisition 70
5.2. Contrat de Crédit 74

5.3. Conventions de prestations de services 75
5.4. Opérations de cession préalables à l'Acquisition du Bloc 75
5.5. Accords Commerciaux 77
5.6. Droits d'usage des informations techniques et marques 81
5.7. Contrat Citi 83
5.8. Synthèse de l'analyse des Accords et Opérations Connexes 85
6. OBSERVATIONS FORMULEES PAR DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES 87
6.1. Incidence des modalités du processus de cession de la participation d'ExxonMobil au capital de la Société sur notre appréciation de la valeur de l'Action 87
6.2. Incidence de la convention de cession et de portage des stocks sur nos travaux de valorisation 88
6.3. Incidence des conventions historiques et des Accords Commerciaux sur nos travaux de valorisation 89
6.4. Incidence de l'évolution des marges de raffinage depuis l'Acquisition du Bloc 89
6.5. Prise en compte des caractéristiques de la raffinerie de Gravenchon et de sa capacité à se démarquer dans l'environnement concurrentiel 90
6.6. Prise en compte des participations non consolidées dans nos travaux de valorisation 90
6.7. Incidence de la dépréciation des actifs corporels au 31 décembre 2025 90
6.8. Incidence des actions ut singuli engagées par le concert Allan Green 91
6.9. Examen de valeurs de l'Action estimées par un Actionnaire Minoritaire 91
6.10. Examen d'un rapport d'évaluation réalisé par un expert financier 92
7. SYNTHESE 93
8. CONCLUSION 95
ANNEXES 96

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accords Commerciaux	Accords commerciaux conclus entre septembre et novembre 2025 entre la Société et ExxonMobil, dans le but d'assurer la continuité opérationnelle de la Société et de lui permettre de fonctionner de manière autonome à l'issue de l'Acquisition du Bloc
Accords et Opérations Connexes	Accords et opérations connexes à l'Offre relevant de l'article 261-1 I 2° et 4° du règlement général de l'AMF
Acquisition du Bloc	Acquisition par l'Initiateur le 28 novembre 2025 d'une participation de 82,89% au capital de la Société détenue par ExxonMobil, conformément aux dispositions du Contrat d'Acquisition
Action(s)	Action(s) de la Société
Actionnaires	Actionnaires de la Société
Actionnaires Minoritaires	Actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre
Actions Prêtées	Actions prêtées à M. Simon Fenner et M. Kaushik Amin dans le cadre d'un prêt de consommation, nouveaux administrateurs de la Société cooptés à la suite de l'Acquisition du Bloc, afin de se conformer à l'article 17 des statuts de la Société
AMF	Autorité des marchés financiers
ANC	Actif net comptable consolidé
Approche Post CiC 2026	Approche de valorisation intrinsèque mise en œuvre afin d'estimer la valeur actuelle de l'Action
Approche Post CiC Milieu de Cycle	Approche de valorisation intrinsèque mise en œuvre afin d'estimer la valeur de l'Action après prise en compte des effets du changement de contrôle, dans un environnement de marché représentatif d'un milieu de cycle
Approche Pré CiC	Approche de valorisation intrinsèque mise en œuvre afin d'estimer la valeur de l'Action avant le changement de contrôle
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
BFR	Besoin en fonds de roulement
Bloc	Participation de 82,89% au capital de la Société, transférée dans le cadre de l'Acquisition du Bloc
CiC	Change in Control
CMPV	Cours Moyen(s) Pondéré(s) par les Volumes
Comité Ad Hoc	Comité spécialisé du Conseil d'Administration en charge notamment du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation d'un projet d'avis motivé
Comparables Boursiers	Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples boursiers
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de la Société
Conseils	Conseils juridiques intervenant dans le cadre de l'Offre
Contrat Citi	Contrat de portage et de cession des stocks conclu par la Société en octobre 2025 avec un établissement bancaire
Contrat d'Acquisition	Contrat conclu le 24 septembre 2025 entre l'Initiateur et ExxonMobil France Holding SAS, portant sur l'acquisition par NAF du Bloc et de la totalité du capital d'EMCF

Contrat de Crédit	Contrat conclu le 21 novembre 2025 par NAF en tant qu'emprunteur, Citi Europe Public Limited Company en tant que prêteur initial et Esso Luxembourg S.à.r.l. en tant qu'arrangeur, dans le but de financer l'Acquisition du Bloc
Date de la Locked Box	Date de référence retenue par les parties dans le cadre de l'Acquisition du Bloc pour la mise en place du mécanisme de locked box ayant permis de déterminer le prix de la transaction
Date de Référence	Dernier jour de cotation précédant la communication au marché du Prix de l'Offre, soit le 28 octobre 2026
DCF	Discounted Cash Flow
Dette Financière Nette Ajustée	Dette financière nette du Groupe au 30 juin 2026, ajustée par Ledouble
DGEC	Direction Générale de l'Énergie et du Climat
Direction	Direction de la Société
Dividendes Exceptionnels	Dividendes exceptionnels versés en 2025 pour un montant total de 113,21 €, incluant un dividende de 53 € par Action détaché le 8 juillet 2025 et un dividende de 60,21 € par Action détaché le 12 novembre 2025
EBIT de Référence	EBIT estimé à partir de la Marge Brute de Référence
EBITDA de Référence	EBITDA estimé à partir de la Marge Brute de Référence
EMCF	ExxonMobil Chemical France (devenue North Atlantic Chemical)
ESAF	Esso S.A.F. (devenue North Atlantic Energies)
Établissement Présentateur	BNP Paribas
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère du Groupe et de l'Action
Expert Indépendant	Ledouble
ExxonMobil	Groupe ExxonMobil ou, selon le contexte, toute entité lui étant affiliée directement ou indirectement
Groupe	Société et ses filiales
IFRS	International Financial Reporting Standards
Initiateur	North Atlantic France
Ledouble	Ledouble SAS
Locked Box	Mécanisme mis en place dans le cadre de l'Acquisition du Bloc afin de déterminer le prix des titres cédés, à partir d'une situation comptable de référence
Locked Box Cash	Disponibilités du Groupe à la Date de la Locked Box
Marge Brute de Référence	Marge brute moyenne dégagée par le site de Gravenchon sur la période 2014-2019
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
MTM	Mark-to-Market
n.a.	Non applicable
n.c.	Non communiqué
NAC	North Atlantic Chemical (ex EMCF)

NAE	North Atlantic Energies
NAF	North Atlantic France
North Atlantic	Groupe North Atlantic ou, selon le contexte, toute entité lui étant affiliée directement ou indirectement
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
Offre	OPAS sur les Actions
OPAS	Offre publique d'achat simplifiée
Opération	Acquisition du Bloc suivie de l'Offre
Pb	Point(s) de Base
Période Explicite	2026-2032
Plan d'Affaires Final	Plan d'affaires établi par la Direction sur la Période Explicite, présenté au Conseil d'Administration le 26 octobre 2026
Plan d'Affaires Initial	Plan d'affaires établi par la Direction sur la Période Explicite, présenté au Conseil d'Administration le 22 avril 2026
Prix de l'Offre	Prix de 75,0 € par Action, annoncé au marché le 29 octobre 2026
Prix de l'Offre Initial	Prix de 28,93 € par Action, annoncé au marché le 10 novembre 2025
Prix Final du Bloc	Prix final de 26,19 € par Action auquel l'Acquisition du Bloc a été réalisée
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information à déposer par l'Initiateur auprès de l'AMF
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse à déposer par la Société auprès de l'AMF
Promesse Unilatérale d'Achat	Promesse unilatérale d'achat consentie par NAF à ExxonMobil le 27 mai 2025 dans le cadre du projet d'Acquisition du Bloc
Rapport	Présent rapport établi par Ledouble
Retrait Obligatoire	Mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire
Société	North Atlantic Energies
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
Transactions Comparables	Transactions examinées par Ledouble pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples transactionnels
Valeur d'Entreprise	Valeur des activités opérationnelles du Groupe
VE	Valeur d'Entreprise

1. Introduction

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (l'« **Offre** » ou l'« **OPAS** ») envisagée par la société North Atlantic France (l'« **Initiateur** » ou « **NAF** »), sur les actions de la société North Atlantic Energies (la « **Société** » ou « **NAE** »), nous rendons compte dans le présent rapport (le « **Rapport** ») de l'ensemble des diligences que nous avons réalisées dans le cadre de l'Offre, au titre de laquelle Ledouble SAS (« **Ledouble** » ou l'« **Expert Indépendant** ») a été désigné le 6 octobre 2025 par le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** »), sur recommandation du comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc** »), en qualité d'Expert Indépendant (la « **Mission** »).

L'attestation d'équité telle que définie aux termes de l'article 262-1[1] du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** »), en conclusion de notre rapport (l'« **Attestation d'Equité** »), porte sur le caractère équitable, pour les actionnaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre (les « **Actionnaires Minoritaires** »), des conditions et modalités financières de l'Offre, envisagée au prix de **75,0 €** par action[2] (le « **Prix de l'Offre** »).

1.1. Contexte et motifs de l'Offre

Le 28 mai 2025, le groupe ExxonMobil (« **ExxonMobil** ») et NAF ont annoncé être entrés en négociations exclusives pour l'acquisition de la participation de 82,89% détenue par ExxonMobil France Holding SAS dans le capital de la Société et de la totalité des titres composant le capital d'ExxonMobil Chemical France[3] (« **EMCF** »)[4], par la signature d'une promesse unilatérale d'achat (la « **Promesse Unilatérale d'Achat** »).

À cette occasion, l'acteur canadien a souligné son ambition de consolider le site de Gravenchon et de développer le groupe North Atlantic (« **North Atlantic** ») pour en faire un champion transatlantique de l'énergie. Les parties avaient par ailleurs indiqué que :

- le prix d'acquisition serait soumis à plusieurs ajustements, permettant de tenir compte (i) des distributions de dividendes réalisées antérieurement à l'acquisition du bloc de contrôle (l' « **Acquisition du Bloc** »), (ii) de l'incidence de la variation des prix du pétrole sur la valeur du stock de la Société[5], (iii) d'un mécanisme de ticking fee et (iv) d'opérations de détourage préalables ;

[1] 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. […] ».

[2] Actions de la Société, admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000120669 et le mnémonique « NAE » (les « **Actions** » ou individuellement une « **Action** »).

[3] Société renommée depuis North Atlantic Chemical.

[4] « ExxonMobil announces intention to sell its controlling interest in Esso Société Anonyme Française SA and 100% of ExxonMobil Chemical France SAS, including refinery and related assets, to North Atlantic », 28 mai 2025.
« North Atlantic France SAS annonce son expansion européenne et son intention d'acquérir une participation majoritaire dans Esso Société Anonyme Française SA », 28 mai 2025.

[5] Cet ajustement résulte du mécanisme de « locked box » convenu entre les parties, qui fige la valeur de référence de l'inventaire à une date donnée – en l'espèce, au 31 décembre 2024 – et prévoit une comparaison avec la valeur constatée au moment du closing (ou à une date proche, la date finalement retenue étant liée au contrat d'intermédiation conclu avant la finalisation de l'Acquisition du Bloc) afin de neutraliser l'effet des variations de prix intervenues entre ces deux dates. Le montant de l'ajustement a été communiqué par North Atlantic le 6 octobre 2025.

- ExxonMobil acquerrait certaines marques déposées et autres droits de propriété intellectuelle qui étaient détenues par la Société et EMCF pour des raisons historiques, ainsi que les activités de commercialisation de lubrifiants et de produits spécialisés auparavant exploitées par la Société ;

- certains accords avec des entités affiliées d'ExxonMobil seraient conclus, notamment pour assurer la continuité de l'approvisionnement en pétrole brut du site, la poursuite d'achat et de vente de matières premières et de produits manufacturés ainsi que le fonctionnement continu des unités de la raffinerie et la commercialisation d'essence sous les marques Esso en France (les « **Accords Commerciaux** »).

Le 24 septembre 2025, NAF a annoncé avoir conclu avec ExxonMobil un contrat d'acquisition de l'intégralité de la participation détenue par ExxonMobil dans la Société (le « **Bloc** ») et dans EMCF[6] (le « **Contrat d'Acquisition** »), en indiquant que :

- North Atlantic déposerait une offre publique d'achat obligatoire visant les Actions détenues par les Actionnaires Minoritaires ;

- le Conseil d'Administration avait convoqué une Assemblée Générale des actionnaires le 4 novembre 2025 en vue de délibérer sur une proposition de distribution de réserves, pour un montant de 60,21 € par Action[7] ;

- les parties étaient convenues d'intégrer un ajustement à la baisse du prix d'acquisition du Bloc afin de tenir compte de certains passifs sociaux, sans que cet ajustement ne s'impute sur le prix qui serait proposé aux Actionnaires Minoritaires dans le cadre de l'Offre ;

- le prix de l'Offre serait déterminé après prise en compte des différents ajustements décrits dans le communiqué d'annonce de l'Acquisition du Bloc et de l'Offre (l'« **Opération** ») du 28 mai 2025.

Le 1er octobre 2025, la Société a conclu le transfert de propriété de ses stocks de pétrole brut et de certains produits pétroliers à un établissement bancaire, la mise en place de ce transfert ayant permis de déterminer l'ajustement du prix d'acquisition du Bloc[8] au titre de la variation de la valeur des stocks, dont le montant a été communiqué au marché le 6 octobre 2025[9].

Le 10 novembre 2025, la Société et NAF ont annoncé la date prévisionnelle du changement de contrôle, en précisant que North Atlantic et ExxonMobil avaient décidé d'arrêter définitivement entre eux, de manière forfaitaire, le montant des ajustements de prix prévus au Contrat d'Acquisition et de fixer le prix par Action versé au titre du Bloc à 26,19 € (le « **Prix Final du Bloc** »)[10].

---

[6] « North Atlantic France SAS franchit une étape clé dans son projet d'acquisition d'une participation majoritaire dans Esso Société Anonyme Française SA et 100% d'ExxonMobil Chemical France SAS, avec la signature d'un contrat d'acquisition d'actions », 24 septembre 2025.

[7] Le dividende de 60,21 € par Action a été détaché le 12 novembre 2025 (avec une mise en paiement intervenue le 14 novembre 2025).

[8] L'appréciation de l'euro par rapport au dollar américain et la baisse des cours du Brent entre le 31 décembre 2024 et la date retenue dans le cadre du transfert des stocks ont entraîné une baisse du prix du Bloc de 11,01 € par Action.

[9] « North Atlantic France SAS annonce le montant de l'ajustement de la valeur du stock lié à son projet d'acquisition d'une participation majoritaire dans Esso Société Anonyme Française SA », 6 octobre 2025.

[10] « North Atlantic France SAS finalise avec succès l'acquisition d'une participation contrôlante dans Esso Société Anonyme Française SA et de 100% d'ExxonMobil Chemical France SAS, deux sociétés indépendantes du groupe ExxonMobil », 10 novembre 2025.

Le 28 novembre 2025, les parties ont annoncé la finalisation de l'Acquisition du Bloc ainsi que le prix envisagé de 28,93 € par Action (« **le Prix de l'Offre Initial** ») pour le projet d'offre publique d'achat simplifiée devant être mis en œuvre à la suite des franchissements de seuils, conformément à la réglementation boursière française[11].

Le 8 juin 2026, l'Initiateur a annoncé renoncer à la mise en œuvre du retrait obligatoire dans le cadre de l'Offre[12], ce dont la Société a pris acte (le « **Retrait Obligatoire** »).

Le 29 octobre 2026, NAF a annoncé sa décision d'augmenter le prix de l'Offre à 75,0 € par Action (« **le Prix de l'Offre** »)[13].

1.2. Périmètre de l'Offre

À notre connaissance, la répartition du capital et des droits de vote théoriques[14] de la Société, telle que mentionnée dans le projet de note d'information en réponse de la Société (le « **Projet de Note d'Information en Réponse** »), se présentait comme suit à l'issue de l'Acquisition du Bloc[15] :

Répartition du capital et des droits de vote à l'issue de l'Acquisition de Bloc

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
NAF	10 655 358	82,9%	10 655 358	82,9%
Actions Prêtées	10	0,0%	10	0,0%
Flottant	2 199 210	17,1%	2 199 210	17,1%
Total	**12 854 578**	**100,0%**	**12 854 578**	**100,0%**

Source : Société

L'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues par l'Initiateur. En conséquence, l'Offre devrait porter sur un nombre total maximum de 2.199.210 Actions, soit environ 17,1% du capital et des droits de vote théoriques de la Société[16].

À notre connaissance, la Société n'a émis aucun instrument dilutif et n'a procédé à aucune attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre.

1.3. Financement de l'Acquisition du Bloc et de l'Offre

L'Acquisition du Bloc a été financée en fonds propres et par la mise en place d'un contrat de crédit[17] d'un montant de 200 M€ (le « **Contrat de Crédit** ») (§ 5.2).

[11] « North Atlantic France SAS finalise avec succès l'acquisition d'une participation contrôlante dans Esso Société Anonyme Française SA et de 100% d'ExxonMobil Chemical France SAS, deux sociétés indépendantes du groupe ExxonMobil », 28 novembre 2025.
[12] « North Atlantic France indique aujourd'hui au marché qu'elle ne sollicitera pas la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dans le cadre de l'Offre », 8 juin 2026.
[13] « Rehaussement du prix de l'offre publique d'achat simplifiée sur les actions NAE », 29 octobre 2026.
[14] Conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF, le nombre de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote. À notre connaissance, la Société ne détient aucune de ses propres Actions.
[15] Le capital social de la Société est composé de 12.854.578 Actions de 7,65 € de valeur nominale unitaire.
[16] Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information (le « **Projet de Note d'Information** »), à compter du dépôt du projet d'Offre et jusqu'à l'ouverture de celle-ci, l'Initiateur se réserve la possibilité d'acquérir des Actions sur le marché pendant la période d'Offre, au Prix de l'Offre, conformément aux dispositions prévues par le règlement général de l'AMF.
[17] Contrat conclu le 21 novembre 2025 par NAF en tant qu'emprunteur, Citi Europe Public Limited Company en tant que prêteur initial et Esso Luxembourg S.à.r.l., une entité du groupe ExxonMobil, en tant qu'arrangeur.

Dans l'hypothèse où l'intégralité des Actions visées par l'Offre seraient apportées, le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payé par l'Initiateur s'élèverait, hors frais et commissions liés à l'Offre, à **164,9** M€[18].

L'Offre est financée par ressources propres de l'Initiateur et au moyen d'accords intragroupes conclus avec des entités affiliées à l'Initiateur.

1.4. Synergies et gains économiques liés à l'Offre

L'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société.

1.5. Contours de la Mission

1.5.1. Modalités de désignation de Ledouble

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration, la Société nous a adressé une lettre de mission précisant le fondement réglementaire de notre désignation[19], ainsi qu'un avenant à cette lettre actant la renonciation de l'Initiateur à la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre ; cette lettre, ainsi que son avenant, figurent en **Annexe 1**.

Notre désignation et le Rapport répondent aux dispositions de l'article 261-1 I 1°[20], 2° et 4°[21] du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°2006-07 [22] et n°2006-08[23], ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15[24].

1.5.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société, des conseils juridiques[25] (les « **Conseils** »), ainsi que de l'établissement présentateur de l'Offre[26] (l'« **Etablissement Présentateur** »).

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et répondons aux conditions fixées par l'article 261-4 du règlement général de l'AMF :

- 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 ne sommes jusqu'alors pas intervenus au sein du Groupe, et la fréquence de nos interventions avec l'Etablissement Présentateur n'est pas susceptible d'affecter notre indépendance[27] ;

[18] Nombre maximum de titres visés par l'Offre : 2.199.210 Actions x Prix de l'Offre : 75,0 € = 164 940 750 €.
[19] En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08.
[20] La Société étant déjà contrôlée, avant le lancement de l'Offre, par l'Initiateur.
[21] Compte tenu de l'existence d'accords et d'opérations connexes à l'Offre.
[22] « Offres publiques d'acquisition ».
[23] « Expertise indépendante ».
[24] « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».
[25] Darrois Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I. (conseil juridique de la Société et du Comité Ad Hoc) et Bredin Prat (conseil juridique de l'Initiateur).
[26] BNP Paribas.
[27] Les expertises indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des dernières années sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

- nous 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.

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

Nous disposons par ailleurs des moyens humains[28] et matériels[29] nécessaires à sa réalisation.

Conformément à l'instruction AMF n°2006-08, une revue indépendante des travaux effectués et du Rapport a été assurée par un associé de Ledouble n'ayant pas directement participé à la Mission[30].

1.6. 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[31].

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Offre incluant les accords et opérations connexes à l'Offre (les « **Accords et Opérations Connexes** »), de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** »), et en une valorisation multicritère du Groupe et de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** »), en vue d'apprécier le caractère équitable, pour les Actionnaires Minoritaires, des termes de l'Offre.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels que nous avons eus, tout au long de la Mission, avec les représentants de la Société, les membres du Comité Ad Hoc, ainsi que les Conseils et l'Etablissement Présentateur[32], se sont fondées notamment sur :

- l'examen du processus de vente concurrentiel ayant conduit à l'Acquisition du Bloc ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées, ainsi que de la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière relatives à la Société, utile à nos travaux ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en assemblée générale antérieurement au projet d'Offre ;
- l'examen approfondi des performances historiques du Groupe à l'appui des données comptables et de gestion mises à notre disposition, ainsi que des dernières données d'atterrissage disponibles ;
- l'analyse de la stratégie du Groupe, de son positionnement sur les marchés cibles et de son environnement économique, afin d'appréhender correctement ses perspectives ;

[28] Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission sont mentionnées en **Annexe 6**.
[29] Nos ressources documentaires et bases de données sont mentionnées en **Annexe 5**.
[30] Les principes de la revue qualité sont exposés en **Annexe 10**.
[31] 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**.
[32] La liste des principaux interlocuteurs rencontrés et/ou contactés durant la Mission figure en **Annexe 4**.

- la revue des différentes itérations du plan d'affaires[33] et la mise en perspective des données prévisionnelles sous-tendant le Plan d'Affaires Final et l'Évaluation Multicritère avec les données de marché, les performances historiques et les précédentes prévisions établies par le management de la Société (la « **Direction** ») ;
- la revue de l'historique du cours de bourse ainsi que des événements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution ;
- des extractions de nos bases de données financières et la mise en œuvre d'analyses comparatives permettant d'éclairer les modalités financières de l'Offre ;
- la valorisation multicritère de l'Action et la mise en œuvre d'analyses de sensibilité aux paramètres de marché et aux hypothèses clés de la Direction ;
- la comparaison des travaux d'évaluation menés par l'Établissement Présentateur avec l'Évaluation Multicritère ;
- l'examen des Accords et Opérations Connexes ;
- la prise en compte des observations formulées par certains Actionnaires Minoritaires.

Nous avons en outre obtenu la confirmation auprès de la Direction et des représentants de l'Initiateur de certaines informations que nous avons exploitées dans le cadre de la Mission.

1.7. Limites de la Mission

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 laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.8. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- l'environnement, l'activité et les performances du Groupe (§ 2) ;
- l'Évaluation Multicritère (§ 3) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur (§ 4) ;
- l'analyse des Accords et Opérations Connexes (§ 5) ;

[33] La forte volatilité des conditions de marché, en lien avec l'environnement géopolitique, a conduit la Direction à réviser à plusieurs reprises ses prévisions et, en particulier, son atterrissage pour l'exercice 2026.

- les observations formulées par des Actionnaires Minoritaires (§ 6) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 7) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 8).

1.9. Conventions de présentation

Les montants et volumes présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) / dollars ($) ;
- milliers d'euros (K€) / milliers de dollars (K$) ;
- millions d'euros (M€) / millions de dollars (M$) ;
- milliards d'euros (Md€) / milliards de dollars (Md$) ;
- mètres cubes (m^3) / milliers de mètres cubes (Km^3) ;
- milliers de barils par jour (Kbd) ;
- tonnes (t) / millions de tonnes (Mt).

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.

2. Présentation du Groupe et de son marché[34]

Nous présentons succinctement les activités du Groupe (§ 2.1) et son environnement (§ 2.2), ainsi que ses performances historiques (§ 2.3). Nous analysons ensuite l'impact du changement de contrôle sur le fonctionnement du Groupe (§ 2.4) et la structure bilancielle (§ 2.5).

Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 2.6), permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

2.1. Présentation du Groupe

2.1.1. Historique du Groupe

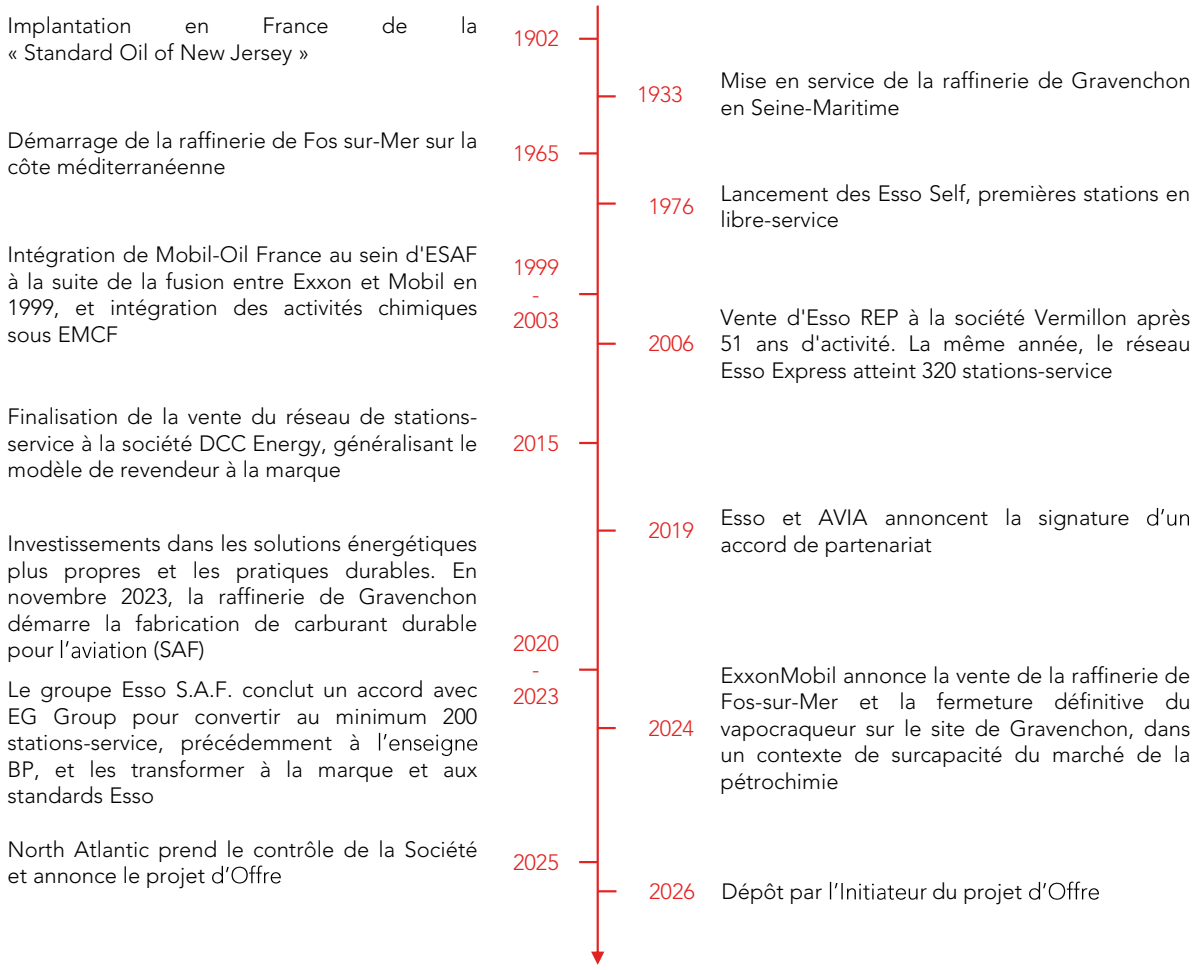
La présence du Groupe en France remonte à 1902, lorsque la Standard Oil of New Jersey[35] commence à y développer ses activités de distribution de produits pétroliers. Au fil des décennies, la société consolide son réseau logistique et commercial, devenant l'un des acteurs majeurs du secteur énergétique français.

Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, le Groupe accompagne la reconstruction et la motorisation du pays, en investissant dans des infrastructures clés : raffineries, dépôts et stations-service. Les deux décennies des années 1960 et 1970 constituent une période d'expansion industrielle et de modernisation des capacités de raffinage, portée par une demande en carburants en forte croissance. Les décennies suivantes sont marquées par une adaptation continue aux évolutions du marché, avec un accroissement du réseau de stations-service, une modernisation des outils industriels et un alignement progressif sur les orientations stratégiques du groupe ExxonMobil, né de la fusion en 1999 d'Exxon Corporation et de Mobil Oil Company.

Plus récemment, le Groupe s'est inscrit dans une trajectoire de transition énergétique, en modernisant ses installations, en améliorant l'efficacité de ses opérations et en participant à l'évolution des solutions énergétiques en France tout en poursuivant ses activités de raffinage et de distribution.

Depuis plus d'un siècle, le Groupe occupe ainsi une place durable dans le paysage énergétique français, marqué par une succession de phases de développement industriel, logistique et stratégique reflétant l'évolution du secteur et des besoins du pays. Nous mentionnons, ci-après, quelques dates clés qui ont jalonné l'historique du Groupe :

[34] La présentation de l'environnement du Groupe a été réalisée à partir d'informations publiques, d'études et des entretiens que nous avons menés avec la Direction, l'Initiateur et leurs conseils.
[35] Le nom Esso vient de la prononciation anglaise des initiales S.O. (Standard Oil).



2.1.2. Activités du Groupe et actifs industriels

Acteur majeur du secteur pétrolier aval en France, le Groupe opérait historiquement environ un tiers de la capacité active de raffinage de pétrole française.

Le Groupe annonce en 2024 la cession de ses activités de raffinage et de logistique dans le sud de la France[36]. La vente de la raffinerie de Fos-sur-Mer, bien que réduisant sa capacité de raffinage et l'exposant davantage aux risques d'un incident de production, s'inscrit dans la stratégie du Groupe visant à concentrer ses investissements sur ses actifs les plus compétitifs. L'arrêt définitif du vapocraqueur et des unités aval associées sur le site de Port-Jérôme-sur-Seine intervient la même année, dans un contexte économique difficile pour la pétrochimie européenne, confrontée à une concurrence internationale accrue, à la pression de la régulation européenne sur la décarbonation et à une surcapacité structurelle[37].

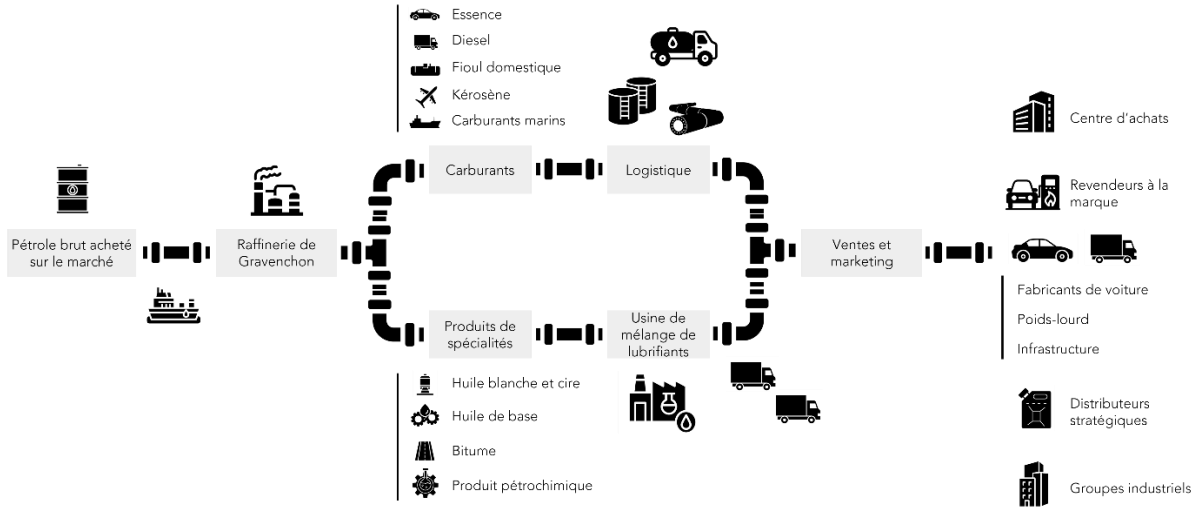
Le Groupe s'est ainsi recentré sur l'exploitation de la raffinerie de Gravenchon, d'une capacité annuelle de traitement de pétrole brut de 12 millions de tonnes, représentant environ 20% de la capacité active de raffinage à l'échelle du territoire national. Le site industriel est situé à Port-Jérôme-sur-Seine en Normandie, à environ 40 kilomètres à l'Est du Havre et à

[36] Cette cession, finalisée le 1er novembre 2024, comprend la vente de la raffinerie de Fos–sur-Mer, des inventaires associés, des dépôts Esso de Toulouse et Villette-de-Vienne ainsi que des parts détenues dans la société en participation Dépôt Pétrolier de la Côte d'Azur.
[37] L'arrêt de ces unités visait à renforcer la compétitivité d'ensemble du site et à réorienter les activités vers des segments à plus forte valeur ajoutée.

180 kilomètres de Paris[38]. Il comprend un complexe industriel, qui inclut une raffinerie et une usine de mélange de lubrifiants finis, et est équipé d'installations de stockage sur site pour le pétrole brut et les produits raffinés, ainsi que d'un accès ferroviaire et routier.

Les activités du Groupe sont menées sur le secteur pétrolier aval et couvrent l'approvisionnement, le raffinage, le stockage, la distribution et la commercialisation de produits pétroliers :

Présentation de la chaîne de valeur du Groupe



Source : Société, analyse Ledouble

L'indice de complexité de Nelson, qui mesure la complexité d'une raffinerie en comparant ses unités de conversion avancées à la simple distillation atmosphérique, place la raffinerie de Gravenchon parmi les raffineries européennes complexes, plus à même :

- de traiter des bruts variés, y compris des bruts lourds importés ;
- de produire des produits à forte valeur ajoutée (gazoles, essence de qualité, lubrifiants, bitumes, huiles de base) ;
- de répondre à la dynamique du marché en arbitrant sur les différents produits selon les marges attendues ;
- d'intégrer des carburants bas carbone et de s'adapter à la transition énergétique[39].

En sus du complexe industriel, le Groupe s'appuie historiquement sur :

- des contrats d'approvisionnements à long terme et une logistique intégrée détenue en propre ou par l'intermédiaire de participations minoritaires dans des sociétés de

[38] Situé le long de la Seine, ce site bénéficie d'un accès direct à la côte et aux barges, avec des connexions par pipeline dédiées au port du Havre permettant l'approvisionnement du site en pétrole brut. La raffinerie est reliée à Paris, y compris à ses aéroports, par le pipeline de produits propres TRAPIL, ce qui facilite la distribution directe des produits finis vers les principaux centres de demande. Il est également accessible à divers projets d'hydrogène vert et de décarbonisation industrielle en Normandie.
[39] Pour tirer pleinement parti de cette complexité, la raffinerie doit toutefois investir dans la transformation et les unités spécifiques aux nouvelles exigences environnementales.

pipeline et de stockage, qui permet d'assurer la disponibilité des produits auprès des clients et revendeurs ;

- des équipes commerciales dédiées, qui gèrent les relations avec les clients grands comptes industriels et la distribution ;
- un réseau de revendeurs à la marque qui détiennent et exploitent le réseau de stations-service approvisionnées en carburants Esso, le Groupe n'opérant plus de stations-service depuis 2015[40] ;
- un réseau de distributeurs pour les lubrifiants et autres produits de spécialité ;
- des marques reconnues, qui faisaient partie du portefeuille global de marques d'Exxon Mobil Corporation et dont certaines étaient détenues par la Société pour des raisons historiques[41].

Les opérations commerciales reposent exclusivement sur un modèle Business to Business (B2B), les produits issus du raffinage étant répartis entre :

- les **produits énergétiques** destinés aux clients industriels et aux revendeurs à la marque, pour être utilisés comme source d'énergie par combustion, tels que le gaz, l'essence, les biocarburants, le kérosène, le diesel et le fioul lourd ;
- les **produits de spécialité** vendus à un réseau de distributeurs, comprenant les huiles de base[42], les lubrifiants finis[43], les huiles blanches[44], les paraffines[45] et les bitumes[46].

Les produits énergétiques sont soumis aux phénomènes de cycles et aux évolutions de la demande, tandis que les produits de spécialité procurent en principe des marges plus stables et plus élevées. Les raffineries intégrées comme celles de Gravenchon peuvent ainsi stabiliser leurs revenus et compenser partiellement la cyclicité des marges de raffinage.

Bien qu'essentiellement tourné vers le marché intérieur, le Groupe effectue une partie de ses ventes à l'export[47].

---

[40] Dans un marché de distribution de carburants fortement concurrentiel, le Groupe a finalisé en 2015 la vente de la partie restante de son réseau de stations-service à la société DCC Energy. Depuis juin 2015, toutes les stations-service Esso en France sont ainsi exploitées par des revendeurs à la marque, selon un cahier des charges et les standards définis avec les sociétés partenaires. En 2024, le Groupe a annoncé la finalisation de la conversion des stations-service BP à la marque et aux standards Esso. Le partenariat conclu avec EG Group, qui visait la conversion d'au minimum 200 stations-service exploitées sous l'enseigne BP, permet au Groupe de servir un réseau d'environ 800 stations-service Esso en France.

[41] La Direction nous a indiqué que la Société avait enregistré certaines marques commerciales en son nom propre, bien qu'ExxonMobil était généralement propriétaire des marques commerciales, et concédait des licences aux filiales impliquées dans la fabrication, le mélange ou le conditionnement des produits vendus sous les marques ExxonMobil.

[42] Les huiles de base sont des huiles raffinées à partir de pétrole brut ou synthétiques et sont utilisées pour la fabrication de lubrifiants finis.

[43] Les lubrifiants finis sont produits en combinant les huiles de base avec des additifs spécifiques. L'industrie, l'automobile, la marine et l'aviation font partie des principaux débouchés sectoriels.

[44] Huiles hautement raffinées, qui répondent à des normes strictes pour des applications alimentaires, cosmétiques et pharmaceutiques.

[45] Cires dérivées de l'huile ou du pétrole, solides à température ambiante, les paraffines sont utilisées notamment dans les secteurs cosmétique et pharmaceutique, l'industrie chimique et la plasturgie, ainsi que la fabrication de bougies et d'emballages.

[46] Produits lourds issus du raffinage du pétrole, visqueux ou solides à température ambiante, les bitumes sont notamment destinés aux secteurs de la construction et des travaux publics.

[47] Les exportations ont représenté environ 20% du chiffre d'affaires du Groupe en 2025.

2.1.3. Appartenance historique à ExxonMobil

Le modèle économique du Groupe et sa stratégie ont historiquement été influencés par son appartenance à ExxonMobil.

La totalité des achats de pétrole brut sont jusqu'à présent effectués auprès d'ExxonMobil, vis-à-vis duquel le Groupe a enregistré entre 26% et 32% de ses ventes[48] sur la période 2023-2025[49]. Plus généralement, l'appartenance à ExxonMobil a conféré au Groupe plusieurs avantages stratégiques et opérationnels :

- **accès privilégié aux matières premières** : le Groupe bénéficiait d'un accès direct au pétrole brut et à d'autres produits intermédiaires via le réseau mondial et les services d'ExxonMobil[50]. Cette relation lui a permis d'acquérir des bruts de provenances géographiques variées et de réduire ainsi son exposition aux risques géopolitiques, tout en adaptant la composition des charges d'alimentation aux capacités de ses raffineries ;

- **expertise technologique et industrielle** : cette expertise a permis au Groupe d'optimiser les flux de production et d'améliorer la performance et la sécurité de ses sites industriels, en appliquant des standards élevés en matière de maintenance, d'environnement et de sûreté ;

- **soutien financier et organisationnel** : l'affiliation à une major permettait de renforcer le pouvoir de négociation auprès des fournisseurs et partenaires commerciaux, tout en facilitant l'accès au financement et aux garanties nécessaires pour les investissements. Elle permettait également de bénéficier d'effets d'échelle sur des fonctions support ;

- **marque et image** : l'appartenance historique à ExxonMobil a renforcé la notoriété internationale du Groupe et la confiance des clients industriels. Elle a également facilité la conclusion de partenariats commerciaux et le développement du réseau de revendeurs à la marque, qui ont eux-mêmes bénéficié du soutien marketing et technique d'ExxonMobil.

En contrepartie de ses services, ExxonMobil facturait à la Société des coûts liés notamment :

- aux services rendus dans les centres de services partagés d'ExxonMobil, permettant au Groupe de bénéficier de services mutualisés notamment dans les fonctions support ;

- à des services informatiques et de support rendus par la division technologie d'ExxonMobil ;

- à des services techniques incluant des prestations d'ingénierie et de gestion de projets ;

- aux contrats de redevance pour l'exploitation des marques et d'autres droits de propriété intellectuelle détenus par ExxonMobil.

[48] Ventes de produits et services hors taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques.
[49] Schématiquement, les produits de spécialité sont vendus en quasi-totalité auprès d'ExxonMobil, tandis que les produits énergétiques sont majoritairement vendus à des clients tiers.
[50] Si le Groupe possède ses propres infrastructures (raffinerie, dépôts, terminaux et certaines liaisons logistiques), les infrastructures d'ExxonMobil (e.g. terminaux à Rotterdam, pipelines en mer du Nord, hubs aux États-Unis) facilitent l'approvisionnement en brut et la logistique de transit.

2.1.4. Transition énergétique

La programmation pluriannuelle de l'énergie française et le Pacte vert européen, alignés sur l'objectif de neutralité carbone en 2050, devraient entraîner une diminution progressive de la consommation d'énergies fossiles et une évolution sensible des marchés pétroliers, même si le rythme exact de cette transition demeure incertain. Au-delà du cadre réglementaire, plusieurs facteurs structurels – déclin naturel des gisements conventionnels, complexification et coût croissant de l'extraction de nouvelles ressources, progrès de l'efficacité énergétique, électrification de certains usages[51] et montée d'alternatives bas carbone – contribuent à une dynamique durable de réduction de la demande d'hydrocarbures en Europe.

Conscient de l'évolution rapide du mix énergétique français et européen, le Groupe a affirmé son ambition de se préparer à une adaptation progressive de son modèle industriel et commercial afin d'accompagner la transition énergétique. Sa stratégie climat repose historiquement sur quatre priorités :

- réduction des émissions et amélioration de l'efficacité énergétique de ses opérations industrielles ;
- fourniture de produits moins carbonés à ses clients, afin de leur permettre de réduire leurs propres émissions ;
- déploiement de technologies bas carbone ;
- participation active au débat public sur les politiques énergétiques et climatiques.

Le Groupe souhaite renforcer sa position sur le marché français en se concentrant sur des produits pour lesquels la demande devrait se montrer plus résiliente : carburants liquides bas carbone, huiles de base, bitumes et autres spécialités. En mai et décembre 2022, la raffinerie de Gravenchon a conduit avec succès un programme d'essais de production de carburants liquides bas carbone issus de matières premières biosourcées, avec pour objectif d'accroître les quantités de biomasse cotraitées avec du pétrole[52]. Fin 2023, le Groupe a lancé la production à grande échelle de carburants liquides bas carbone par cotraitement en fabriquant du carburant durable pour l'industrie aéronautique (SAF[53]).

La transformation de son outil industriel devrait s'articuler autour de :

- la substitution progressive du pétrole brut par des matières premières issues de la biomasse ou de déchets ;
- l'amélioration de l'efficacité énergétique des installations, l'électrification de certains procédés, et l'intégration d'hydrogène renouvelable ;
- la montée en puissance du captage et du stockage de dioxyde de carbone ;
- la réduction progressive à terme de la production de carburants fossiles, au profit de produits à faibles émissions comme les lubrifiants, bitumes, spécialités et intrants pour la chimie.

[51] Le maintien de prix élevés de l'énergie pourrait accélérer certains mouvements de transition énergétique, en particulier la progression des ventes de véhicules électriques en France et en Europe.
[52] Le co-traitement consiste à substituer dans le procédé la matière première fossile par un déchet d'origine biologique : matières premières renouvelables et durables d'origine agricole, forestière, ou issues de résidus ou de déchets.
[53] Sustainable Aviation Fuel.

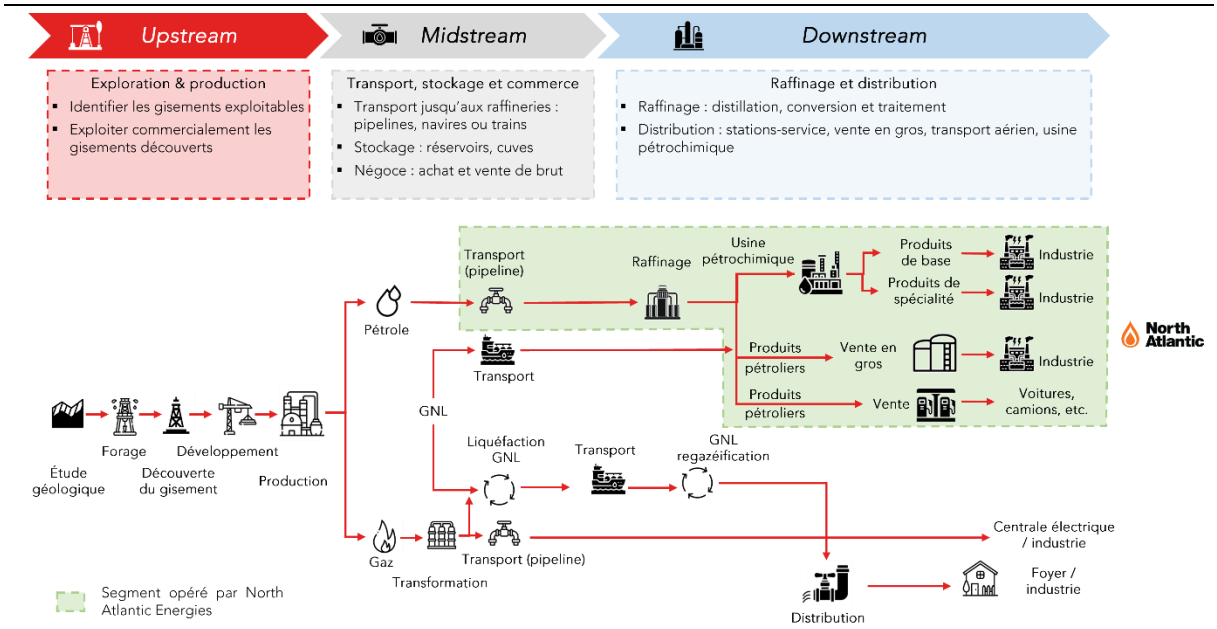
À l'annonce du projet d'acquisition, North Atlantic a affirmé son ambition de faire de Gravenchon un centre d'énergie verte à terme, en tirant parti de son infrastructure pour accélérer le déploiement de carburants à faible teneur en carbone et d'énergie renouvelable.

2.2. Le marché européen du raffinage

2.2.1. La chaîne de valeur pétrolière et le rôle de l'aval

La chaîne de valeur de l'industrie pétrolière est traditionnellement segmentée entre les secteurs amont (upstream), médian (midstream) et aval (downstream) :

Présentation de la chaîne de valeur pétrolière



Source : Société, analyse Ledouble

Les activités en amont regroupent l'exploration et la production des hydrocarbures, un segment capitalistique[54], à cycles longs[55] et particulièrement sensible au prix du baril. Le midstream comprend le transport, le stockage et, parfois, le négoce physique du pétrole et du gaz naturel liquéfié (GNL). Il repose sur des infrastructures clés (pipelines, terminaux, réservoirs), dont les coûts fixes sont élevés mais qui génèrent des flux stables[56].

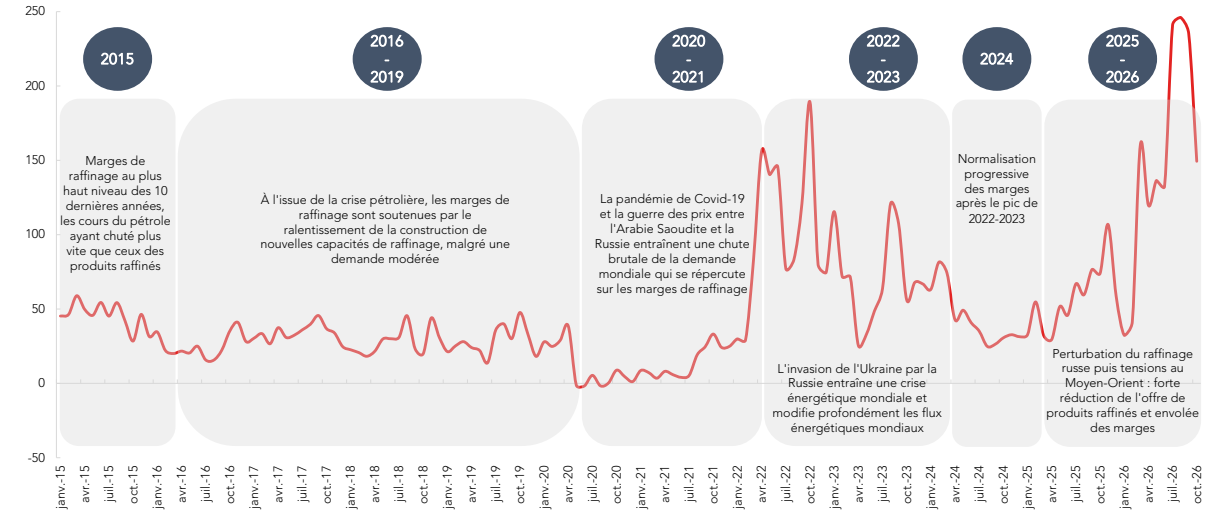
Le secteur aval, sur lequel est positionné le Groupe, couvre les activités de raffinage, de distribution et de commercialisation des produits pétroliers. Il consiste à transformer le pétrole brut en produits finis – carburants, lubrifiants, bitumes ou produits pétrochimiques – puis à en assurer le transport, le stockage et la vente. Il s'agit d'un secteur à forte intensité opérationnelle et capitalistique, nécessitant des investissements initiaux élevés pour construire et maintenir les unités de distillation, de conversion et de traitement ainsi que les infrastructures associées. Le secteur est exposé aux cycles économiques et à la volatilité des

[54] Les investissements comprennent les forages, les infrastructures et les technologies nécessaires à l'exploration et à la production.
[55] Le temps entre la découverte d'un gisement et sa production commerciale peut durer plusieurs années, voire plus d'une décennie pour les projets complexes (offshore profond, gisements non conventionnels).
[56] Les marges du midstream sont faibles comparées à celles de l'upstream ou du downstream mais davantage stables. Les revenus dépendent souvent de contrats take-or-pay ou d'abonnements à long terme, garantissant une certaine prévisibilité.

marges de raffinage, affectées notamment par l'évolution des prix du pétrole et la structure régionale de la demande.

Nous présentons, ci-après, l'évolution des marges brutes moyennes de raffinage en France depuis 2015, telles qu'illustrées par l'indicateur mensuel publié par la DGEC[57] :

Évolution de la marge brute de raffinage sur le *Brent depuis 2015 (€/t)*



Source : DGEC, analyses Ledouble

Les raffineries sont par ailleurs particulièrement impactées par la transition énergétique, qui constitue un défi à la fois technique et économique pour le secteur aval. Ce dernier est exposé à la consommation finale de carburants fossiles et doit réaliser des adaptations importantes, telles que la conversion des unités, l'investissement dans les biocarburants et la réduction des émissions.

2.2.2. Les fondamentaux du processus de raffinage

Le processus de raffinage consiste à transformer le pétrole brut en produits finis. La valeur créée par une raffinerie repose sur plusieurs dimensions économiques et techniques interdépendantes :

- la **marge de raffinage**, correspondant à l'écart entre le coût du brut et la valeur des produits finis, demeure le principal déterminant de la rentabilité d'une raffinerie. Cette marge dépend de l'équilibre entre l'offre et la demande de produits pétroliers dans chaque région, de la composition des bruts traités et de la dynamique des prix du pétrole brut. Ces derniers sont eux-mêmes influencés par l'offre et la demande mondiales, les décisions de production de l'OPEP+[58], les tensions géopolitiques, les coûts d'extraction et la qualité des bruts. La marge est par nature volatile : elle peut se comprimer lorsque l'offre de produits excède la demande, ou lorsque de nouvelles capacités ou opportunités d'importation apparaissent sur le marché. À l'inverse, des fermetures de sites ou des ruptures d'approvisionnement peuvent générer des

[57] La Direction Générale de l'Énergie et du Climat (« **DGEC** ») calcule et diffuse une marge brute de raffinage sur Brent depuis 1998. Cette marge théorique est un indicateur illustrant en tendance l'environnement économique du raffinage.
[58] L'OPEP+ désigne un groupe de 22 pays producteurs de pétrole : les 12 pays membres de l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) et 10 autres producteurs, dont la Russie.

hausses temporaires de marges, offrant des opportunités pour les raffineries capables de s'adapter rapidement ;

- la **complexité technique** de la raffinerie joue également un rôle déterminant. Les raffineries à conversion profonde, qui disposent d'unités de conversion avancées[59], peuvent transformer des fractions lourdes et des bruts de qualité variable en produits de forte valeur ajoutée, ce qui leur permet d'exploiter des opportunités commerciales plus larges et d'améliorer leur rentabilité dans un contexte de demande diversifiée et de transition énergétique.

D'autres fondamentaux structurent la profitabilité des raffineries :

- les **coûts opérationnels**, incluant maintenance, énergie et personnel, qui représentent une part significative des charges et influencent fortement la rentabilité lorsque les marges de raffinage sont faibles ;

- les **conditions d'approvisionnement et la capacité à arbitrer**, en fonction des prix sur le marché et des tarifs de fret, les différents types de pétrole et d'intégrer des intrants alternatifs ou bas-carbone ;

- les **coûts de portage des stocks et/ou de couverture** supportés par certains raffineurs indépendants pour limiter leur exposition aux variations des prix sur le marché ;

- l'**intégration logistique et l'accès aux marchés**, qui sont des facteurs déterminants de la compétitivité, tant en Europe que sur les marchés internationaux de produits finis ;

- les **contraintes réglementaires et environnementales**, comprenant notamment les obligations d'incorporation de biocarburants, le coût croissant des quotas d'émission de CO_2 dans le cadre du système EU ETS[60], ainsi que les investissements requis pour la décarbonation des procédés industriels.

La compétitivité d'une raffinerie résulte de la combinaison de ces facteurs : qualité et coût des approvisionnements, complexité technique, flexibilité opérationnelle, maîtrise des coûts et accès logistique aux marchés. L'aptitude à concilier ces dimensions, tout en s'adaptant aux exigences environnementales et aux évolutions de la demande, détermine la rentabilité et la pérennité des sites de raffinage.

L'activité de raffinage comporte par ailleurs des risques industriels et environnementaux liés à la complexité des installations, et s'accompagne d'obligations réglementaires étendues sur l'ensemble de leur cycle de vie. En phase d'exploitation, ces obligations portent notamment sur la prévention des accidents industriels, la maîtrise des émissions et des rejets, et la protection de l'environnement. En cas de cessation d'activité, elles se prolongent par la mise en sécurité des installations, le traitement des pollutions et la remise en état des sites, qui représentent des coûts significatifs pour les exploitants.

[59] Les unités de craquage catalytique, d'hydrocracking, de reformage catalytique, ou d'alkylation font partie des unités de conversion avancée.
[60] Le système d'échange de quotas d'émission de l'Union européenne est le principal mécanisme européen de tarification du carbone. Il impose aux installations industrielles couvertes, dont les raffineries, de restituer chaque année un nombre de quotas correspondant à leurs émissions de gaz à effet de serre.

2.2.3. Forces en présence et principaux acteurs sur le marché du raffinage

Le paysage concurrentiel du raffinage est marqué par la coexistence de plusieurs catégories d'acteurs, aux logiques et aux modèles économiques distincts, dans un secteur en transition :

- **majors intégrées** : les grandes compagnies pétrolières internationales, historiquement présentes sur l'ensemble de la chaîne de valeur, disposent de capacités de raffinage importantes, adossées à des activités de trading, de distribution et parfois de pétrochimie. Depuis les années 2000, ces majors intégrées se désengagent progressivement des activités aval en Europe, une tendance renforcée par la transition énergétique. Ce retrait favorise l'arrivée d'acteurs spécialisés, tels que des indépendants du raffinage, des traders ou des fonds d'investissement ;

- **acteurs du trading** : une part croissante des actifs de raffinage en Europe est détenue par de grands négociants internationaux. Leur accès privilégié au marché spot, combiné à des capacités logistiques et à des stratégies d'arbitrage (offtake, stockage, export), leur permet d'optimiser les marges dans un environnement volatil ;

- **raffineurs indépendants** : opérateurs dont l'activité est centrée sur le raffinage, sans intégration amont (production d'hydrocarbures) et, le plus souvent, avec une présence aval limitée. Ils exploitent un nombre restreint de sites et sont de ce fait plus fortement exposés aux marges de raffinage et à la volatilité des approvisionnements en brut ;

- **acteurs spécialisés :** parmi les raffineurs indépendants, certains opérateurs concentrent leur activité sur des segments à plus forte valeur ajoutée, tels que les bitumes, les lubrifiants ou d'autres spécialités. Leur modèle repose moins sur la production de carburants et davantage sur la maîtrise de niches industrielles, souvent orientées vers l'export ou les marchés premium, ce qui peut offrir une meilleure résilience aux cycles traditionnels du raffinage ;

- **acteurs publics et consortiums industriels :** des entreprises publiques ou des consortiums d'investisseurs se positionnent parfois sur la reconversion d'installations existantes vers des activités à plus faible intensité carbone (bioraffineries, production de carburants durables, plateformes de captage et stockage du dioxyde de carbone). Ces acteurs jouent un rôle croissant dans la transformation du parc industriel européen.

À l'échelle européenne, le parc de raffinage s'est profondément restructuré au cours des deux dernières décennies, sous l'effet combiné de la baisse structurelle de la demande en carburants fossiles, du durcissement des normes environnementales et de la concurrence croissante des importations de produits raffinés. L'Union européenne compte aujourd'hui environ 70 raffineries en activité [61]. Ces installations se caractérisent par un niveau de complexité croissant, avec un renforcement des unités de conversion profonde afin d'améliorer le rendement en produits à forte valeur ajoutée. Le secteur demeure néanmoins fortement hétérogène : certaines plateformes sont intégrées à des complexes pétrochimiques ou adossées à de grands hubs logistiques, tandis que d'autres, plus petites ou moins complexes, se trouvent davantage exposées aux cycles de marge.

En France, le parc comprend sept raffineries pétrolières en activité (dont six en métropole), pour une capacité installée totale d'environ 58 millions de tonnes par an. En pleine restructuration, le secteur a enregistré depuis 2010 la fermeture ou la conversion de sept

[61] Le nombre de raffineries en activité diffère selon que l'on y intègre uniquement les raffineries mainstream ou que l'on retienne une définition plus large, en y incluant les petites unités spécialisées et des sites de plus petite taille.

raffineries de pétrole[62]. Malgré l'arrivée de nouveaux acteurs, le secteur demeure concentré, TotalEnergies détenant environ la moitié des capacités de raffinage du pays[63] :

Les raffineries pétrolières en France

Localisation	Groupe	Capacité de raffinage (Mt/an)
Gonfreville l'Orcher (76)	TotalEnergies	12,0
Notre Dame de Gravenchon (76)	**North Atlantic**	**11,3**
Donges (44)	TotalEnergies	11,0
Lavéra (13)	Petroineos	10,2
Fos-sur-Mer (13)	Rhône Energies	6,9
Feyzin (69)	TotalEnergies	5,8
Le Lamentin (97)	Rubis	0,8
Total		58,0

Source : Xerfi, Le raffinage de pétrole (Décembre 2024)

2.2.4. Évolution de la demande et de l'offre et perspectives de marges

Au-delà des chocs conjoncturels qui ont affecté l'ensemble de la chaîne de valeur pétrolière au cours des dernières années[64], plusieurs tendances structurent la demande de produits pétroliers. À l'échelle mondiale, la demande en hydrocarbures continue de croître, portée par la reprise économique dans les marchés émergents, en particulier en Asie. Les prévisions de l'Agence Internationale de l'Énergie (IEA) anticipent encore une croissance mondiale à court terme, mais à moyen terme, la consommation devrait se stabiliser ou se contracter dans les marchés matures (en particulier en Europe de l'Ouest), tandis que la croissance restera concentrée sur les régions émergentes, en raison de la transition énergétique et de la saturation des marchés développés.

En Europe, la demande de carburants routiers et l'activité de raffinage montrent des signes de contraction structurelle. Plusieurs facteurs concourent à ce phénomène :

- l'électrification rapide du parc automobile, entraînant une baisse corrélative de la consommation d'essence et de diesel ;
- les gains d'efficacité énergétique dans le transport et l'industrie ;
- la mise en œuvre de politiques climatiques strictes et le renforcement progressif du cadre réglementaire européen en matière de décarbonation ;

[62] TotalEnergies à Dunkerque, La Mède et Grandpuits, Petroplus à Reichstett et Petit-Couronne, LyondellBasell à Berre et Colas à Dunkerque.
[63] TotalEnergies opère également les bioraffineries à Grandpuits et La Mède.
[64] Entre 2020 et 2025, la chaîne de valeur pétrolière mondiale a été profondément impactée par plusieurs chocs conjoncturels. La pandémie de Covid-19 a provoqué un effondrement brutal de la demande de carburants, en particulier dans le transport aérien et routier, entraînant des surcapacités de raffinage et une volatilité extrême des prix du pétrole. La reprise rapide de la demande en 2021-2022 a généré un rebond tout aussi spectaculaire, mettant sous pression les marges de raffinage et la disponibilité logistique, en particulier en Europe. À partir de 2022, la guerre en Ukraine a ajouté un choc géopolitique majeur, perturbant les flux énergétiques vers l'Europe et provoquant une forte hausse des prix du pétrole et du gaz. En 2026, les tensions et affrontements au Moyen-Orient ont ravivé les inquiétudes concernant la sécurité de l'approvisionnement mondial en hydrocarbures. Bien que les impacts immédiats sur les volumes produits et exportés soient restés contenus, les marchés ont intégré une prime de risque accrue liée à la vulnérabilité des infrastructures énergétiques et des routes maritimes stratégiques de la région. Cette situation a contribué à maintenir une forte volatilité des prix du pétrole et à accroître l'incertitude sur les perspectives du secteur énergétique.

- ainsi que le redéploiement de certains usages vers des produits non énergétiques, notamment dans la pétrochimie, dépendants de la compétitivité industrielle européenne.

Ces tendances sont corroborées par les projections de l'IEA[65], selon lesquelles la demande européenne de produits pétroliers devrait diminuer d'environ 1,2% par an entre 2026 et 2030. À plus long terme, les scénarios prospectifs publiés par British Petroleum[66] font ressortir une décroissance annuelle de la demande européenne comprise entre 0,7% et 4,3% à l'horizon 2050, traduisant le caractère structurel du recul attendu de la consommation d'hydrocarbures dans les économies européennes matures.

Face à cette tendance, le parc européen de raffineries se contracte progressivement. Plusieurs sites ont été fermés ou reconvertis au cours de la dernière décennie, tandis que les installations restantes se spécialisent pour répondre aux évolutions de la demande, aux exigences réglementaires et aux enjeux de la transition énergétique. En France, la capacité de raffinage nationale reste inférieure à la consommation domestique, ce qui créé un débouché naturel pour les raffineries en activité, qui demeurent néanmoins exposées à la concurrence internationale[67], aux fluctuations des prix mondiaux et au déclin structurel des produits pétroliers traditionnels. Les projections à long terme confirment ces tendances, avec une forte baisse des capacités de raffinage européennes attendue à partir des années 2030[68], en lien avec l'évolution de la demande.

À long terme, la baisse de la demande devrait peser sur les marges, entraînant une situation de surcapacité. L'étude réalisée par l'entreprise américaine S&P Global, à la demande de Concawe[69], table sur une contraction annuelle des marges nettes comprise entre 2,0% et 3,8% pour les principales raffineries européennes, selon les scénarios retenus d'ici 2050[70]. Les raffineries européennes, confrontées à un marché en contraction plus prononcée et à une forte pression sur les marges, devront engager des adaptations plus profondes que leurs homologues américains et asiatiques[71]. Les actifs les moins compétitifs devront investir pour produire des produits à plus forte valeur ajoutée et à plus faible empreinte carbone, ou à défaut envisager une fermeture ou une conversion.

---

[65] Source : IEA (2024), Oil Analysis and forecast to 2030.
[66] Source : BP (2025), BP Energy Outlook.
[67] Les raffineries européennes sont en particulier soumises à la concurrence des méga-raffineries modernes situées au Moyen-Orient, en Asie ou aux États-Unis, qui bénéficient généralement d'économies d'échelle importantes, d'un accès compétitif à l'énergie et aux matières premières ainsi que, dans certains cas, d'un environnement réglementaire moins contraignant. Les raffineries européennes supportent par ailleurs les coûts liés aux politiques climatiques de l'Union européenne et aux investissements nécessaires à leur décarbonation progressive. Elles cherchent ainsi à se distinguer par leur complexité technique, leur capacité à traiter des bruts divers et à produire des produits spécialisés ou bas-carbone, plutôt que par une stratégie de volume.
[68] Wood Mackenzie, acteur de référence dans le secteur de l'énergie et des ressources naturelles, estime ainsi qu'au-delà de 2030, la baisse de la demande et l'impact négatif sur les marges entraîneront de nouvelles fermetures de raffineries en Europe, qui pourraient perdre jusqu'à 5 millions de barils par jour de capacité d'ici 2050.
Source : Wood Mackenzie (2024), Oil refining in the energy transition: key questions answered.
Le cabinet international de conseil en stratégie McKinsey & Company anticipe un taux de décroissance annuelle de la capacité de raffinage de 3,6% jusqu'en 2040.
Source : McKinsey &2 Company (2022), Refining in the energy transition through 2040.
[69] Division scientifique de l'Association européenne des fabricants de combustibles.
[70] Source : S&P Global (2025), Study on the potential evolution of refining and liquid fuels production in Europe.
[71] Cette tendance pourrait s'accentuer sous l'effet du durcissement progressif du cadre réglementaire européen en matière de décarbonation, lequel pourrait entraîner des coûts additionnels et des besoins d'investissement significatifs pour les opérateurs du secteur.

2.2.5. Un environnement de marché particulièrement favorable à l'industrie du raffinage en 2026

L'industrie du raffinage est particulièrement sensible à l'environnement géopolitique en raison de sa dépendance aux flux internationaux d'hydrocarbures et à l'équilibre mondial entre l'offre et la demande de pétrole brut. À ce titre, l'exercice 2026 a été marqué par une dégradation significative du contexte géopolitique au Moyen-Orient, qui a entraîné une forte hausse de la prime de risque incorporée dans les marchés pétroliers.

Au cours de la première partie de l'année, les perturbations affectant les flux d'approvisionnement en hydrocarbures ont fortement réduit l'offre disponible sur les marchés pétroliers. Dans ce contexte, les prix du pétrole brut ont fortement progressé. Les tensions sur l'approvisionnement physique se sont également traduites par une situation de backwardation[72] marquée, reflétant la valeur accrue accordée à la disponibilité immédiate des hydrocarbures. Parallèlement, les marges brutes sur les produits raffinés, notamment les distillats moyens, ont atteint des niveaux exceptionnellement élevés.

Après une phase d'accalmie liée à la signature d'un accord de cessez-le-feu en juin 2026 entre les États-Unis et l'Iran, les tensions géopolitiques se sont ravivées au cours de l'été, entraînant de nouvelles perturbations sur les principales routes d'approvisionnement énergétique et renforçant les inquiétudes relatives à la sécurité des approvisionnements mondiaux. Dans le même temps, les difficultés rencontrées par une partie des capacités de raffinage russes du fait des attaques ciblées ukrainiennes ont contribué à réduire l'offre disponible de produits raffinés sur les marchés internationaux.

Les réductions d'offre observées en provenance de Russie et du Moyen-Orient ont fortement tendu l'équilibre mondial de ces produits, soutenant les prix et les marges associées. Les raffineurs européens, bénéficiant de capacités disponibles et d'un positionnement favorable au sein du bassin atlantique, ont ainsi profité d'un environnement de marché particulièrement favorable.

Les marges de raffinage pourraient refluer sous l'effet de plusieurs facteurs, parmi lesquels :

- une **détente des tensions géopolitiques** (accord durable sur le détroit d'Ormuz, cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine), qui rétablirait les flux d'approvisionnement et réduirait la prime de risque ainsi que les tensions sur les produits raffinés ;
- une **évolution défavorable du prix du brut** : l'écoulement des volumes immobilisés dans le Golfe pèse actuellement sur les cours. Une fois ce surplus absorbé, une remontée du brut qui ne serait pas intégralement répercutée sur les prix des produits raffinés comprimerait les marges ;
- une **intervention publique**, telle qu'une taxation des profits exceptionnels au niveau européen ou un plafonnement des prix ou des marges.

À l'inverse, le faible niveau des stocks de produits distillats et la persistance des perturbations logistiques pourraient contribuer à maintenir temporairement des marges élevées, dans une industrie dont le caractère cyclique se manifeste par l'alternance de phases haussières et baissières.

[72] Situation dans laquelle les prix au comptant et les échéances les plus proches excèdent les prix des échéances plus lointaines.

2.3. Analyse de la performance historique du Groupe

Nous analysons, ci-après, l'évolution de l'activité et de la rentabilité du Groupe depuis 2021 (§ 2.3.1), avant d'examiner l'évolution des flux de trésorerie générés au cours de cette période (§ 2.3.2).

2.3.1. Performances et rentabilité du Groupe sur la période 2021-2026

Nous présentons, ci-après, quelques indicateurs de résultats publiés par la Société sur la période 2021-2026 :

Indicateurs de performance historique

En M€	2021	2022	2023	2024	2025	juin-26
Chiffre d'affaires	**15 278**	**24 936**	**19 240**	**17 944**	**11 368**	**5 884**
Marge Brute Ajustée	**1 119**	**1 779**	**1 909**	**1 039**	**947**	**597**
% chiffre d'affaires	7,3%	7,1%	9,9%	5,8%	8,3%	10,1%
EBITDA Ajusté	**253**	**782**	**964**	**58**	**179**	**178**
% chiffre d'affaires	1,7%	3,1%	5,0%	0,3%	1,6%	3,0%
Résultat opérationnel	**686**	**992**	**668**	**73**	**(209)**	**214**
% chiffre d'affaires	4,5%	4,0%	3,5%	0,4%	(1,8%)	3,6%
Résultat opérationnel ajusté	**184**	**700**	**884**	**(7)**	**104**	**156**
% chiffre d'affaires	1,2%	2,8%	4,6%	(0,0%)	0,9%	2,7%
Résultat net part du groupe	**573**	**719**	**676**	**107**	**(93)**	**(30)**
% chiffre d'affaires	3,8%	2,9%	3,5%	0,6%	(0,8%)	(0,5%)

Source : Société

Le chiffre d'affaires du Groupe est essentiellement constitué des ventes de produits raffinés et de pétrole brut, ainsi que des services rendus aux clients et des droits d'accises[73] collectés par le Groupe sur la distribution de produits pétroliers.

La marge brute correspond au chiffre d'affaires minoré des achats consommés[74] et retraité de la variation des stocks et des effets de change opérationnels. La marge d'EBITDA, telle que définie par le Groupe[75], correspond au résultat opérationnel majoré des dotations aux amortissements.

En raison de l'importance de la valeur de ses stocks et des fluctuations des coûts d'approvisionnement, la Société publie historiquement une marge brute ajustée des effets stocks comprenant, d'une part, l'effet prix sur stock et, d'autre part, les mouvements de provisions pour dépréciation comptable des inventaires. Elle publie également une marge d'EBITDA ajustée des effets stocks et des autres produits et charges opérationnels[76].

[73] Les droits d'accises sont principalement constitués de la Taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques (TICPE).
[74] Achats de pétrole brut et de produits pétroliers.
[75] Nous rappelons que l'EBITDA, en tant qu'indicateur alternatif de performance, est une notion dont la construction n'est pas normée et, dès lors, peut varier selon les émetteurs et les circonstances.
[76] La Société neutralise l'incidence des autres produits et charges opérationnels, qui comprennent notamment les mouvements de provisions pour dépréciation des actifs corporels et pour remise en état de sites industriels inactifs ainsi que l'incidence de transactions jugées inhabituelles et significatives (e.g. cession de la raffinerie de Fos-sur-Mer en 2024).

2.3.1.1. Volumes de pétrole brut traités et ventes

Au cours des cinq derniers exercices, les produits raffinés ont représenté près de 90% du volume moyen des ventes, et environ un quart à un tiers du chiffre d'affaires a été réalisé auprès d'ExxonMobil :

Évolution du volume de pétrole brut traité, des ventes et du chiffre d'affaires

En MT, Km^3 et M€	2021	2022	2023	2024	2025	juin-26
Volume de pétrole brut traité (MT)						
Pétrole brut traité en raffinerie	15,3	14,8	15,3	12,6	9,2	4,8
Volumes des ventes (Km^3)						
Ventes de produits raffinés	**24 511**	**23 781**	**22 681**	**22 206**	**16 059**	**7 174**
dont carburants et combustibles	93%	94%	95%	95%	93%	92%
dont lubrifiants et spécialités	7%	6%	5%	5%	7%	8%
Ventes de pétrole brut	**1 602**	**4 762**	**3 594**	**3 963**	**1 151**	**28**
Total volumes	**26 113**	**28 543**	**26 275**	**26 169**	**17 210**	**7 202**
% produits raffinés	94%	83%	86%	85%	93%	n.c.
% pétrole brut	6%	17%	14%	15%	7%	n.c.
Chiffre d'affaires (M€)						
Chiffre d'affaires	**15 278**	**24 936**	**19 240**	**17 944**	**11 368**	**5 884**
dont groupe ExxonMobil	31%	34%	32%	30%	26%	33%
dont autres sociétés pétrolières	7%	11%	5%	4%	6%	
dont autres clients	62%	56%	62%	65%	68%	67%

Source : Société, analyses Ledouble

Au-delà de l'évolution du mix produits et des volumes traités, la variation du chiffre d'affaires résulte en grande partie de la volatilité des prix du pétrole et des combustibles qui en sont dérivés :

- en 2022, la crise énergétique mondiale, marquée par les tensions sur les marchés pétroliers et gaziers dues notamment au conflit russo-ukrainien et à la reprise économique post pandémie, a entraîné une forte hausse des prix du pétrole brut et des produits raffinés. Le chiffre d'affaires a ainsi enregistré une très forte progression, en s'établissant à un niveau record de 24,9 Md€, en dépit des mouvements sociaux du second semestre qui ont entraîné une baisse de 3% des volumes de pétrole brut traité et du volume de ventes de produits raffinés ;

- en 2023, le prix du pétrole brut (Brent) s'est stabilisé à un niveau inférieur d'environ 20% à celui de 2022[77]. La normalisation des cours des produits pétroliers, combinée à un repli de la consommation sur le marché intérieur et à des volumes de ventes en déclin de 5%, a entraîné une contraction de 23% du chiffre d'affaires ;

- en 2024, les raffineries du Groupe ont traité 12,6 millions de tonnes de pétrole brut, soit une baisse de volume de 18% imputable, d'une part, au grand arrêt pour maintenance de la raffinerie de Fos-sur-Mer[78] qui a par la suite été cédée le 1er novembre 2024 et, d'autre part, à l'incendie ayant affecté une unité de distillation de la raffinerie de Gravenchon[79]. Le chiffre d'affaires du Groupe s'est élevé à 17,9 Md€,

[77] Le prix moyen du Brent est passé de 101 $ par baril à 82 $ par baril.
[78] La raffinerie de Fos-sur-Mer a procédé à un grand arrêt pour maintenance programmée à partir du 20 janvier 2024 avec un redémarrage le 8 mars 2024. Le volume traité avant la cession a représenté un taux d'utilisation moyen de 65% par rapport à sa capacité théorique.
[79] Un incendie s'est déclaré en mars 2024 sur une unité de distillation de la raffinerie de Gravenchon. Le redémarrage des unités de production endommagées par l'incendie s'est déroulé progressivement à partir du mois de mai, après deux mois de travaux de réparation. Sur l'année 2024, le volume traité par la raffinerie de Gravenchon a représenté un taux d'utilisation moyen de 75% de sa capacité théorique de traitement.

en baisse de 7% par rapport à 2023, du fait de la baisse des quantités vendues et de celle des prix de marché des produits pétroliers ;

- en 2025, la raffinerie a traité 9,2 millions de tonnes de pétrole brut, soit un recul de 27% par rapport à l'exercice précédent. Cette contraction des volumes s'explique principalement par la cession de la raffinerie de Fos-sur-Mer et l'arrêt technique programmé d'une partie des unités de la raffinerie de Gravenchon, qui a pesé sur les débits pendant plus de deux mois. Dans ce contexte, le chiffre d'affaires a reculé de 37% pour s'établir à 11,4 Md€, sous l'effet combiné de la baisse des volumes vendus et d'un effet prix négatif ;

- au premier semestre 2026, la raffinerie a traité 4,8 millions de tonnes de pétrole brut, soit une hausse de 30% par rapport au premier semestre 2025, malgré un arrêt pour maintenance d'une partie de la raffinerie en mars et un net ralentissement de la demande sur le marché pétrolier français. Dans ce contexte, les volumes de produits raffinés vendus se sont inscrits en baisse par rapport au premier semestre 2025, tandis que les importations de produits finis ont également reculé. Le chiffre d'affaires s'est élevé à 5,9 Md€, en hausse de +1% par rapport au premier semestre 2025, le recul des volumes commercialisés ayant été compensé par un effet prix favorable.

2.3.1.2. Indicateurs de rentabilité

La rentabilité du Groupe a évolué comme suit au cours des cinq derniers exercices et du premier semestre 2026 :

Indicateurs de rentabilité historique

En M€	2021	2022	2023	2024	2025	juin-26
Marge brute	**1 567**	**2 092**	**1 740**	**1 050**	**840**	**745**
Neutralisation des effets stocks	(448)	(313)	169	(11)	107	(148)
Marge brute ajustée	**1 119**	**1 779**	**1 909**	**1 039**	**947**	**597**
En €/m³	**46**	**75**	**84**	**47**	**59**	**83**
Autres charges d'exploitation	(935)	(1 079)	(1 025)	(1 046)	(843)	(440)
Résultat opérationnel ajusté	**184**	**700**	**884**	**(7)**	**104**	**156**
% chiffre d'affaires	**1,2%**	**2,8%**	**4,6%**	**(0,0%)**	**0,9%**	**2,7%**
Autres produits et charges opérationnels	54	(21)	(48)	71	(206)	(91)
Effets stocks	448	313	(169)	11	(107)	148
Résultat opérationnel	**686**	**992**	**668**	**73**	**(209)**	**214**
% chiffre d'affaires	**4,5%**	**4,0%**	**3,5%**	**0,4%**	**(1,8%)**	**3,6%**

Source : Société, analyses Ledouble

La volatilité du résultat opérationnel découle en grande partie de l'évolution de la marge brute[80], incluant les effets stocks qui ont un impact significatif sur le résultat du Groupe, positif ou négatif, en fonction des exercices.

Les autres charges d'exploitation du Groupe sont composées des charges externes, comprenant notamment le coût des utilités et les prestations de services, des charges de personnel, des dotations aux amortissements et aux provisions ainsi que des impôts et taxes.

Les autres produits et charges opérationnels comprennent notamment les mouvements de provisions pour dépréciation des actifs corporels et pour remise en état de sites industriels inactifs ainsi que l'incidence de transactions jugées inhabituelles et significatives[81].

[80] Sur longue période, nous observons une corrélation entre la marge brute de raffinage de la Société et l'indicateur théorique publié par la DGEC. Les écarts observés s'accentuent lors des périodes de forte volatilité des marchés, étant rappelé que la Société conserve ses caractéristiques opérationnelles propres.

[81] En 2025, les autres produits et charges opérationnels intègrent l'impact :

Sur la période 2021-2026, le résultat opérationnel du Groupe a évolué comme suit :

- le Groupe s'est montré résilient au cours du premier semestre 2021, encore fortement marqué par la pandémie de Covid-19. Il a profité du redressement des marges de raffinage amorcé au début du second semestre, en enregistrant un résultat opérationnel ajusté de 184 M€, la hausse des prix du pétrole brut et des produits pétroliers ayant par ailleurs conduit à une revalorisation significative des stocks, à hauteur de 448 M€ sur l'exercice 2021, conduisant à un résultat opérationnel de 686 M€ ;

- malgré l'augmentation des coûts de l'énergie, les marges de raffinage ont atteint en 2022 des niveaux exceptionnellement hauts, avec une forte volatilité. Les taux d'utilisation soutenus, en dépit d'un mouvement social ayant affecté le secteur au second semestre, ont permis au Groupe de dégager un résultat opérationnel de 992 M€, incluant un effet stock positif de 313 M€ ;

- en 2023, les marges de raffinage, toujours affectées par une forte volatilité liée notamment à l'interdiction d'importation de produits pétroliers originaires de Russie, se sont réduites tout en demeurant nettement supérieures aux moyennes historiques. Dans cet environnement de marché favorable pour le secteur aval, le Groupe a enregistré un résultat opérationnel de 668 M€, en dépit d'effets stocks négatifs de 169 M€ ;

- après deux années de marges de raffinage exceptionnellement élevées, l'exercice 2024 a été marqué par un retour à des niveaux proches des moyennes historiques (marges DGEC en baisse de 38% par rapport à 2023). Cette évolution a été accentuée par des éléments exceptionnels, notamment le grand arrêt de maintenance puis la cession de la raffinerie de Fos-sur-Mer, ainsi que l'incendie de Gravenchon, qui a généré environ 10 M€ de coûts de réparation et une perte de production d'environ 1,6 Mt. Les mesures de substitution mises en place ont permis de limiter la baisse des ventes (-1%) et de dégager un résultat opérationnel ajusté proche de l'équilibre[82].

- en 2025, les marges de raffinage sont demeurées proches de leurs niveaux historiques au premier semestre, avant de progresser fortement au second semestre. Le Groupe a toutefois été pénalisé par le grand arrêt programmé de la raffinerie de Gravenchon pendant près de deux mois. Le redémarrage des installations a néanmoins coïncidé avec le rebond des marges de raffinage, permettant au Groupe d'en bénéficier sur la seconde partie de l'exercice. Dans ce contexte, le résultat opérationnel ajusté s'est établi à 104 M€ ;

- les marges du premier semestre 2026 ont été soutenues par les tensions qui ont affecté l'offre mondiale d'hydrocarbures, résultant notamment du conflit au

- de la dotation pour dépréciation des actifs corporels pour un montant de 206 M€, la Direction ayant notamment décidé de réviser à la hausse ses hypothèses de coût du capital afin de refléter sa nouvelle situation de raffineur indépendant ;
- d'une dotation nette à la provision pour remise en état des sites industriels inactifs de 22 M€ et d'autres charges de 2 M€ ;
- des produits de cession de certaines marques et autres droits de propriété intellectuelle de la Société pour un montant de 20 M€ ainsi que de l'activité de commercialisation des lubrifiants et produits de spécialités à hauteur de 5 M€.

Au premier semestre 2026, les autres produits et charges opérationnels intègrent l'impact :
- de la dotation pour dépréciation des actifs corporels pour un montant de 77 M€ (§ 2.5.2) ;
- d'une dotation nette à la provision pour remise en état des sites industriels inactifs de 14 M€.

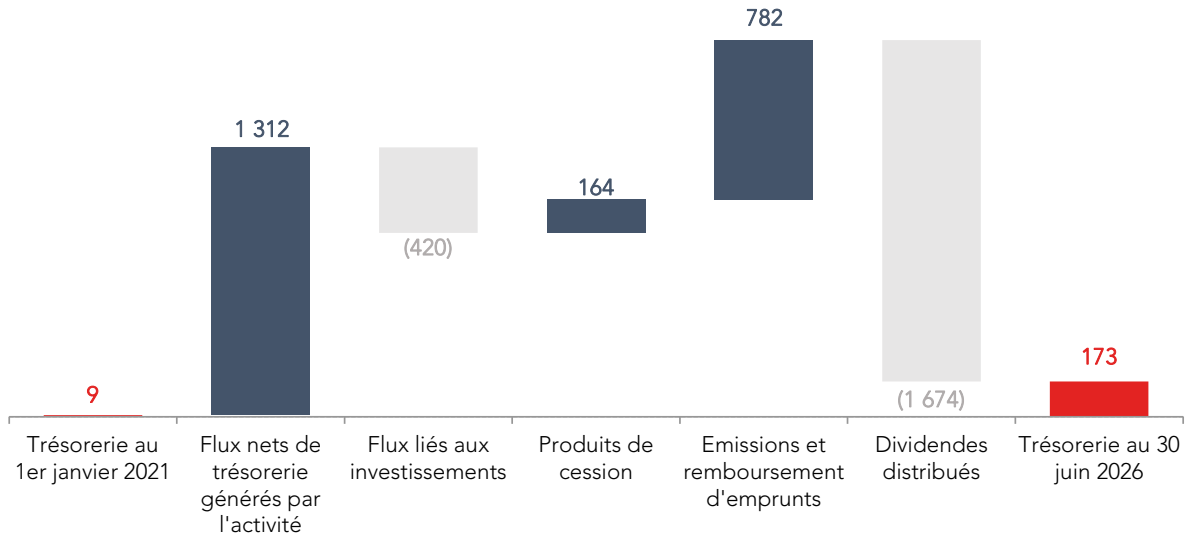
[82] Le résultat opérationnel de 73 M€ intègre les produits liés à la cession de la raffinerie de Fos-sur-Mer (78 M€).

Moyen-Orient entre les États-Unis, Israël et l'Iran et des perturbations des flux énergétiques transitant par le détroit d'Ormuz. Elles ont également bénéficié de la réduction des capacités de raffinage russes consécutive aux frappes menées par l'Ukraine sur plusieurs infrastructures énergétiques du pays. Malgré l'arrêt pour maintenance d'une partie de la raffinerie, le Groupe a pu bénéficier de ces marges élevées et a généré un résultat opérationnel de 214 M€. La volatilité des marchés s'est également traduite par une forte augmentation des coûts de portage des stocks qui se sont établis à 119 M€.

2.3.2. Flux de trésorerie du Groupe sur la période 2021-2026

La trésorerie du Groupe a évolué comme suit au cours des cinq derniers exercices et du premier semestre 2026 :

Évolution de la trésorerie depuis le 1er janvier 2021 *(M€)*



Source : Société, analyses Ledouble

Du 1er janvier 2021 au 30 juin 2026, les activités opérationnelles du Groupe ont généré 1,3 Md€ de flux nets de trésorerie cumulés. Après prise en compte des investissements réalisés sur la période (420 M€)[83] et des produits de cession encaissés (164 M€)[84], le Groupe a dégagé une trésorerie nette d'environ 1,1 Md€.

Ce niveau exceptionnel de génération de trésorerie est à mettre en perspective avec l'environnement de marché particulièrement favorable aux activités aval en 2022, 2023, 2025 et 2026 (§ 2.3.1.2).

Le Groupe bénéficiait historiquement du soutien financier d'ExxonMobil et, en particulier, des délais qui lui étaient consentis pour régler ses approvisionnements en pétrole brut et en produits pétroliers[85], qui permettaient de financer une part significative de son besoin en fonds de roulement. Depuis le changement de contrôle, le Groupe, en sa qualité de raffineur indépendant, ne bénéficie plus de l'adossement financier ni de la qualité de signature

[83] Près de la moitié des investissements résultent de la capitalisation de coûts des grands arrêts pour entretien.
[84] Une grande partie de ces produits sont liés à la cession de la raffinerie de Fos-sur-Mer et des inventaires associés à cette opération, ainsi qu'aux cessions de certains actifs et fonds de commerce intervenues préalablement au changement de contrôle.
[85] Délai moyen de 30 jours.

d'ExxonMobil. Le Groupe a ainsi mis en place un dispositif de financement externe[86] pour couvrir une partie de son besoin en fonds de roulement[87].

Dans ce contexte, l'augmentation nette de la trésorerie brute résultant des émissions et remboursements d'emprunts sur la période (782 M€) s'explique en grande partie par le contrat de portage et de cession des stocks conclu en octobre 2025 avec un établissement bancaire (le « **Contrat Citi** »). Ce contrat permet au Groupe de financer la majeure partie de ses stocks au moyen d'un mécanisme de portage qui se substitue, pour partie, au soutien financier dont il bénéficiait historiquement au sein d'ExxonMobil.

Le Contrat Citi a constitué un élément déterminant dans la gestion des liquidités du Groupe et de la politique de distribution de dividendes. Les distributions réalisées sur la période (1.674 M€, dont 1.455 M€ sur le seul exercice 2025) ont en effet excédé la trésorerie nette générée par les activités opérationnelles et les cessions d'actifs. La mobilisation d'une partie de la valeur des stocks au travers de ce financement a ainsi permis au Groupe de disposer des ressources nécessaires pour procéder à ces distributions de dividendes exceptionnelles[88].

Au 30 juin 2026, le Groupe conservait une trésorerie brute de 173 M€[89].

2.4. Impact du changement de contrôle sur le fonctionnement du Groupe

Le changement de contrôle de la Société intervenu en 2025 s'est accompagné d'une profonde réorganisation des relations commerciales entre le Groupe et ExxonMobil.

Le Groupe opérait historiquement comme une filiale intégrée d'ExxonMobil. Une partie de ses activités étaient exercées dans le cadre d'accords intragroupe lui donnant accès aux approvisionnements, aux réseaux commerciaux, aux débouchés, aux marques, aux technologies et au savoir-faire développés par ExxonMobil au fil de plusieurs décennies.

Le changement de contrôle a rendu nécessaire la mise en place d'une nouvelle architecture contractuelle adaptée à son nouveau statut de raffineur indépendant, permettant de préserver la continuité des approvisionnements, de maintenir l'accès à certaines technologies et à des droits de propriété intellectuelle stratégiques, tout en sécurisant des débouchés commerciaux indispensables au maintien de l'activité industrielle.

Le modèle économique du Groupe a également évolué, en particulier pour les produits de spécialités : alors qu'il commercialisait directement certains produits et supportait en contrepartie diverses redevances ou allocations liées à l'utilisation des actifs incorporels d'ExxonMobil, plusieurs contrats conclus après le changement de contrôle reposent désormais sur des mécanismes de type tolling. Dans ce cadre, ExxonMobil fournit certaines matières premières selon ses propres spécifications techniques, le Groupe assure les opérations de transformation industrielle, puis ExxonMobil achète une partie de la production.

Au-delà de la modification de l'actionnariat, le changement de contrôle a ainsi impliqué une redéfinition des fonctions assumées respectivement par le Groupe et ExxonMobil. Cette évolution a entraîné une modification de la structure des revenus et des coûts. Dès lors,

[86] Comprenant un contrat de portage des stocks de pétrole brut et de certains produits pétroliers ainsi qu'une facilité de paiement garantie notamment par des créances commerciales.
[87] Les acteurs non notés ou disposant d'un profil de crédit inférieur à la catégorie investment grade supportent des contraintes d'accès au financement et/ou des coûts de portage de leurs stocks.
[88] Les distributions de dividendes intervenues en 2025 ont conduit à une utilisation quasi intégrale de la réserve générale de la Société, dont le solde est passé de 1,4 Md€ au 31 décembre 2024 à 26 K€ au 31 décembre 2025.
[89] Dans le cadre du Contrat Citi, la Société s'est notamment engagée à maintenir en permanence un niveau de liquidité minimum de 125 M€.

l'analyse de la rentabilité postérieure au changement de contrôle doit tenir compte de cette nouvelle organisation économique et les performances financières doivent désormais être appréciées au regard du nouveau modèle opérationnel, caractérisé par le statut de raffineur indépendant, la mise en place de nouveaux accords commerciaux avec ExxonMobil et une réallocation des fonctions commerciales, industrielles et technologiques entre les parties, ainsi que les nouvelles contraintes financières de portage et de couverture des stocks.

2.5. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe se présente comme suit au 30 juin 2026 :

Bilan simplifié

M€	30-juin-26
Immobilisations incorporelles	9,2
Immobilisations corporelles	298,8
Actifs financiers	309,5
Impôts différés actifs	51,0
BFR	1 208,2
Actif économique	**1 876,7**
Trésorerie et équivalents de trésorerie	172,8
(Emprunts et dettes financières)	(918,0)
(Endettement net comptable)	**(745,2)**
(Provisions)	(407,6)
Actif net comptable	**723,9**

Source : Société, analyses Ledouble

2.5.1. Immobilisations incorporelles

Le faible poids des immobilisations incorporelles, inscrites au bilan pour une valeur nette comptable de 9,2 M€, s'explique par la détention par ExxonMobil de l'essentiel des droits de propriété intellectuelle (marques, brevets, technologies et savoir-faire), le Groupe bénéficiant de droits d'usage (§ 5.6).

2.5.2. Immobilisations corporelles

Au 30 juin 2026, les immobilisations corporelles, d'une valeur nette comptable de 298,8 M€, regroupent les installations industrielles de la raffinerie de Gravenchon, les infrastructures de stockage et de logistique ainsi que les terrains, constructions et équipements techniques nécessaires à l'exploitation.

Depuis l'Acquisition du Bloc, la Société a déprécié une partie de ses actifs industriels :

- au 31 décembre 2025, une dépréciation de 206 M€ a été comptabilisée, principalement sous l'effet de la révision à la hausse du coût du capital retenu dans les tests de dépréciation, reflétant la nouvelle situation de la Société en tant que raffineur indépendant ;
- au 30 juin 2026, une dépréciation complémentaire de 77 M€ a été enregistrée à la suite de la révision par la Direction de l'hypothèse de prix du pétrole à long terme, portée de 70 $ à 75 $ par baril[90].

[90] Comme indiqué par la Société dans son rapport financier semestriel, cette dépréciation ne tient pas compte de l'évolution de la situation internationale postérieurement au 30 juin 2026.

2.5.3. Actifs financiers

Les actifs financiers, d'un montant de 309,5 M€, incluent :

- les participations non consolidées détenues par le Groupe, évaluées par la Société à leur juste valeur conformément à la norme IFRS 7 Instruments financiers (164,7 M€) ;
- d'autres immobilisations financières[91] (89,2 M€) et des créances financières courantes (55,6 M€).

2.5.4. Impôts différés actifs

Conformément à la norme IAS 12 Impôts sur le résultat, les actifs et les passifs d'impôts différés sont compensés et présentés pour un montant net au bilan du Groupe, égal à 51,0 M€ au 30 juin 2026.

Les impôts différés actifs comprennent l'impact de la déductibilité future des engagements vis-à-vis du personnel[92] ainsi que les économies d'impôts qui résulteraient de l'imputation des pertes fiscales reportables du Groupe[93].

2.5.5. Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (« **BFR** ») constitue le principal poste du bilan consolidé (1.208,2 M€), étant précisé que :

- depuis le changement de contrôle, le Groupe, en sa qualité de raffineur indépendant, ne bénéficie plus de l'adossement financier ni de la qualité de signature d'ExxonMobil, ce qui l'a conduit à mettre en place un financement externe pour couvrir une partie de son besoin en fonds de roulement (§ 2.3.2) ;
- bien que la propriété de ses stocks de pétrole brut et de certains produits pétroliers ait été transférée à un établissement bancaire dans le cadre de la mise en place du financement externe (§ 5.7), le dispositif a été considéré comme non-déconsolidant, de sorte que les stocks transférés et les créances commerciales mobilisées à titre de garantie demeurent au bilan, avec en contrepartie une dette financière au passif ;
- le Groupe ne bénéficie plus du soutien financier d'ExxonMobil et, en particulier, des délais qui lui étaient consentis pour régler ses approvisionnements en pétrole brut et en produits pétroliers, de sorte que le changement de contrôle a entraîné une hausse significative du besoin en fonds de roulement du Groupe. Ce dernier achète désormais son pétrole brut à l'établissement bancaire dans le cadre du Contrat Citi, avec la possibilité d'un paiement comptant ou différé au titre de la facilité de paiement précitée.

[91] Elles incluent notamment des dépôts de garantie liés au portage des stocks pour 69,5 M€ et un compte séquestre pour paiement des congés de fin de carrière pour le solde.
[92] Les impôts différés actifs qui se rattachent aux provisions pour retraites s'élèvent à 65,4 M€ au 30 juin 2026.
[93] Correspondant à un impôt différé actif égal à 68,7 M€ au 30 juin 2026.

2.5.6. Endettement net comptable

La dette financière comptable, d'un montant de 918,0 M€, comprend :

- la juste valeur de l'obligation de rachat des stocks et des coûts associés au terme du Contrat Citi (703,4 M€) ;
- la facilité de paiement associée au contrat de portage, avec cessions de créances à titre de garantie (179,1 M€) ;
- des dettes financières diverses (5,7 M€) et les obligations locatives (29,9 M€) ;

Après déduction des disponibilités (172,8 M€), l'endettement net comptable s'établit à 745,2 M€ au 30 juin 2026.

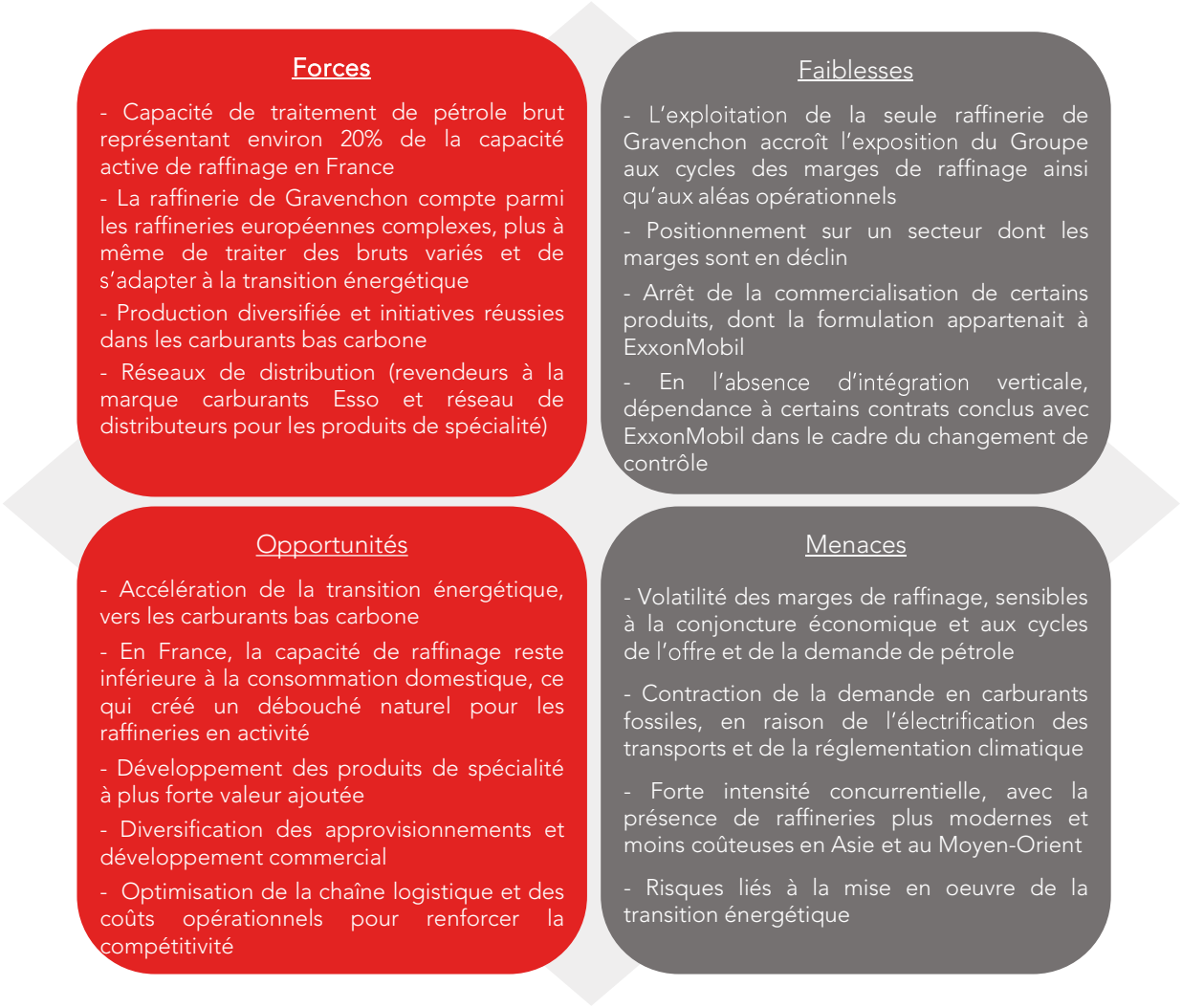
2.5.7. Provisions

Les provisions, d'un montant de 407,6 M€ couvrent :

- les engagements de retraite non préfinancés ainsi que d'autres engagements vis-à-vis du personnel (269,0 M€) ;
- des coûts de remise en état des sites et de restructuration (138,6 M€), étant rappelé que les provisions comptabilisées ne couvrent pas l'ensemble des coûts de remise en état susceptibles d'être engagés en cas de cessation d'activité, seules les obligations répondant aux critères de comptabilisation de la norme IAS 37 Provisions, passifs éventuels et actifs éventuels étant provisionnées.

2.6. Matrice « SWOT »

La matrice SWOT, présentée ci-dessous, résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté dans son environnement :



3. 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 (§ 3.1) ;
- les références et méthodes d'évaluation écartées (§ 3.2) ;
- les références et méthodes d'évaluation retenues (§ 3.3) ;

La synthèse de la valeur de l'Action restitue l'ensemble des résultats de l'Évaluation Multicritère et notre appréciation des primes ou des décotes induites par le Prix de l'Offre (§ 3.4).

3.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

3.1.1. Référentiel comptable

Le Groupe établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (« **IFRS** »).

Les comptes consolidés et les comptes annuels de NAE au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2025 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

Les comptes semestriels 2026 ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes qui n'ont pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels consolidés résumés avec la norme IAS 34 Information financière intermédiaire.

3.1.2. Date de l'Évaluation Multicritère

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

Les données de marché ont été arrêtées au 13 novembre 2026 ; 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'Evaluation Multicritère.

Nous avons examiné les références au cours de bourse de l'Action au 28 octobre 2026 (la « **Date de Référence** »), correspondant au dernier jour de cotation précédant la communication au marché du Prix de l'Offre[94].

Pour le calcul du nombre d'Actions et de la dette financière nette ajustée, nous nous référons aux états financiers consolidés au 30 juin 2026[95].

[94] Nous présentons également, à titre d'information, les CMPV au 27 mai 2025, dernier jour de cotation avant l'annonce des négociations exclusives.
[95] Nous tenons toutefois compte des évènements intervenus depuis cette date.

3.1.3. Nombre d'Actions

Au 30 juin 2026, le capital de la Société était composé de 12.854.578 Actions (§ 1.2). À notre connaissance, la Société n'a émis aucun instrument dilutif et ne détient aucune de ses propres actions.

Les valeurs unitaires présentées dans le présent rapport ont ainsi été déterminées sur la base de ce nombre d'Actions.

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

L'Évaluation Multicritère intègre, dans le passage de la valeur des activités opérationnelles (la « **Valeur d'Entreprise** » ou « **VE** ») à la valeur des capitaux propres du Groupe, l'endettement net comptable, ajusté de certains actifs et passifs ayant une incidence sur la valeur de l'Action.

3.1.4.1. Dette Financière Nette Ajustée

Nous avons ajusté la dette financière nette comptable hors IFRS 16 Contrats de location (715,3 M€[96]), afin de tenir compte :

- des provisions (407,6 M€), minoré de l'actif d'impôt différé afférent aux provisions pour retraite (65,4 M€) ;
- des participations non-consolidées d'une valeur totale estimée à 267,0 M€ (§ 3.1.4.2) ;
- de la valeur nette comptable des autres actifs financiers (144,8 M€[97]).

La dette financière nette ainsi ajustée (« **Dette Financière Nette Ajustée** ») ressort à **645,7 M€** :

Dette Financière Nette Ajustée

M€	30-juin-26
Emprunts et dettes financières	918,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(172,8)
Endettement net comptable	**745,2**
(-) Endettement des contrats de location	(29,9)
Endettement net comptable hors IFRS 16	**715,3**
Provisions	407,6
IDA sur provisions retraites	(65,4)
Provisions nettes	**342,2**
Participations non consolidées réévaluées	(267,0)
Autres actifs financiers	(144,8)
Actifs financiers	**(411,8)**
Dette Financière Nette Ajustée	**645,7**

Source : Société, analyses Ledouble

[96] Correspondant à l'endettement net comptable (745,2 M€) (§ 2.5) minoré de la dette financière liée aux contrats de location (29,9 M€).
[97] Autres immobilisations financières (89,2 M€) et créances financières courantes (55,6 M€).

3.1.4.2. Participations non consolidées

La Société détient quatorze participations non consolidées, comptabilisées à leur juste valeur dans les états financiers consolidés, pour un montant total estimé par la Direction à 165 M€ au 30 juin 2026[98] (§ 2.5.3).

Compte tenu du poids de ces participations dans le patrimoine du Groupe, nous avons procédé à nos propres estimations, sur la base des informations qui nous ont été communiquées.

À l'issue de nos diligences, nous avons estimé la valeur totale des participations non consolidées détenues par la Société à **267 M€**[99].

3.1.4.3. Estimation du BFR normatif

Nous avons également tenu compte, dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres, du décalage entre le BFR publié au 30 juin 2026 et notre estimation du niveau de BFR normatif, incluant les stocks, devant être financé par le Groupe[100].

Avant le changement de contrôle, les tests de dépréciation réalisés par la Société intégraient, pour le site de Gravenchon, une hypothèse de BFR normatif d'environ 480 M€, que nous jugeons cohérente par rapport au niveau de BFR observé historiquement (§ 2.5.5). En faisant varier les hypothèses retenues historiquement par la Société sur le prix moyen du baril à long terme et sur la parité euro / dollar, l'estimation du BFR normatif, avant changement de contrôle, ressort entre environ 420 M€[101] et 590 M€[102].

Le Groupe bénéficiait historiquement du soutien financier d'ExxonMobil et, en particulier, des délais qui lui étaient consentis pour régler ses approvisionnements en pétrole brut et en produits pétroliers[103]. Depuis le changement de contrôle, le Groupe, en sa qualité de raffineur indépendant, ne bénéficie plus de l'adossement financier ni de la qualité de signature d'ExxonMobil (§ 2.3.2).

Les acteurs non notés ou disposant d'un profil de crédit inférieur à la catégorie investment grade supportent des contraintes d'accès au financement et/ou des coûts de portage et de couverture de leurs stocks.

La Direction et l'Initiateur nous ont confirmé, qu'en l'absence de mise en œuvre du Contrat Citi, le Groupe n'aurait pu continuer à bénéficier d'un délai de règlement de ses approvisionnements, que ce soit auprès d'ExxonMobil ou de tout autre fournisseur.

---

[98] La Société a mis en œuvre plusieurs méthodes d'évaluation : actualisation de dividendes historiques ou prévisionnels, actualisation de flux prévisionnels de trésorerie, application d'un multiple d'EBITDA, référence à des transactions.

[99] La Direction considérant que la ventilation de la valeur des participations non consolidées présente un caractère confidentiel, nous ne sommes pas en mesure de détailler dans le Rapport les résultats de nos travaux.

[100] La Dette Financière Nette Ajustée incluant la juste valeur de l'obligation de rachat des stocks et des coûts associés au terme du contrat, nous avons comparé le BFR au 30 juin 2026, en ce compris les stocks figurant au bilan consolidé, et le BFR normatif estimé en postulant l'absence de portage des stocks. Pour rappel, bien que la propriété des stocks de pétrole brut et de certains produits pétroliers ait été transférée à un établissement bancaire (§ 5.7), le dispositif a été considéré comme non-déconsolidant, de sorte que les stocks transférés et les créances commerciales mobilisées à titre de garantie demeurent au bilan.

[101] Estimation en supposant un prix moyen du baril égal à 70 $ à long terme et une parité EUR / USD égale à 1,25.

[102] Estimation en supposant un prix moyen du baril égal à 80 $ à long terme et une parité EUR / USD égale à 1,15.

[103] Délai moyen de 30 jours.

Nous estimons que le changement de contrôle et le nouveau statut de raffineur indépendant conduisent à un besoin de financement additionnel compris entre 478 M€ et 570 M€[104], portant le BFR normatif, en l'absence de portage des stocks[105], dans une fourchette de 898 M€ à 1.160 M€ :

Estimation du BFR normatif

M€	Min	Max
Hypothèse prix du baril	70$	80$
Hypothèse parité EUR / USD	1,25	1,15
Estimation BFR normatif avant changement de contrôle	**420**	**590**
Volume cible de barils par jour (milliers)	225	225
Délai additionnel à financer (jours)	30	30
Besoin de financement additionnel sur les approvisionnements en pétrole brut	**378**	**470**
Besoin additionnel sur les autres produits pétroliers	100	100
Estimation BFR après changement de contrôle	**898**	**1 160**

Source : Société, analyses Ledouble

Au regard des estimations obtenues, nous avons retenu une hypothèse de BFR normatif de :

- **500 M€** avant changement de contrôle ;
- **1,0 Md€** après changement de contrôle.

3.2. Références et méthodes d'évaluation écartées

3.2.1. Référence à l'Acquisition du Bloc

L'Acquisition du Bloc a été finalisée le 28 novembre 2025, sur la base d'un prix de **26,19 €** par Action (le « **Prix Final du Bloc** »).

Le Prix de l'Offre Initial avait été fixé par transparence avec le Prix Final du Bloc, la différence résultant de certains passifs sociaux venus en déduction du Prix Final du Bloc sans impacter le Prix de l'Offre.

Bien que le Prix Final du Bloc résulte d'un processus d'enchères compétitif, nous avons décidé d'écarter la référence au Prix Final du Bloc, compte tenu :

[104] En l'absence de délai de règlement fournisseur, les approvisionnements en pétrole brut impliquent un financement additionnel estimé entre 378 M€ et 470 M€, sur la base des hypothèses suivantes :
- prix du baril compris entre 70 $ et 80 $;
- parité EUR/USD comprise entre 1,15 et 1,25 ;
- production de 225.000 barils par jour, correspondant à l'hypothèse retenue par le Groupe au début du plan d'affaires. Nous tenons compte par ailleurs dans la méthode de valorisation DCF des variations de BFR attendues sur l'horizon explicite du fait de l'évolution des volumes de production.

La Direction a estimé à environ 100 M€ le besoin de financement additionnel pour l'approvisionnement des autres produits pétroliers.

[105] La mise en place du contrat de portage s'est accompagnée d'une modification de certains incoterms. Les achats de pétrole brut étaient historiquement effectués selon des modalités FOB (Free on Board). Les approvisionnements mis en place entre Citi et ExxonMobil reposent désormais sur une base CIF (Cost, Insurance and Freight), avec une livraison au port du Havre, ExxonMobil prenant en charge le transport jusqu'au port de destination.

- de l'évolution significative de l'environnement de marché postérieurement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, étant rappelé que l'Évaluation Multicritère est réalisée à la date d'émission du Rapport (§ 3.1.2) ;

- de la négociation des Accords et Opérations Connexes, engagée en amont de l'Acquisition du Bloc, susceptible d'avoir affecté le prix proposé par les candidats acquéreurs potentiels pour l'Acquisition du Bloc (§ 5.5).

3.2.2. Actualisation des dividendes prévisionnels

En l'absence de prévisions de distribution de dividendes, la méthode de valorisation de l'Action par l'actualisation des dividendes n'a pu être mise en œuvre.

Nous avons toutefois évalué le Groupe selon la méthode DCF qui intègre par construction le potentiel de distribution de dividendes à long terme (§ 3.3.2).

3.2.3. Cours cible des analystes

À notre connaissance, l'Action ne fait actuellement l'objet d'aucune couverture par les analystes financiers.

3.3. Références et méthodes d'évaluation retenues

Pour apprécier le Prix de l'Offre, nous avons :

- analysé les références boursières (§ 3.3.1) ;

- valorisé l'Action selon une approche d'évaluation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 3.3.2) et une approche d'évaluation analogique par référence aux multiples boursiers (§ 3.3.3) et aux transactions comparables (§ 3.3.4) ;

- examiné le positionnement de nos valeurs par rapport à l'actif net comptable (§ 3.3.5).

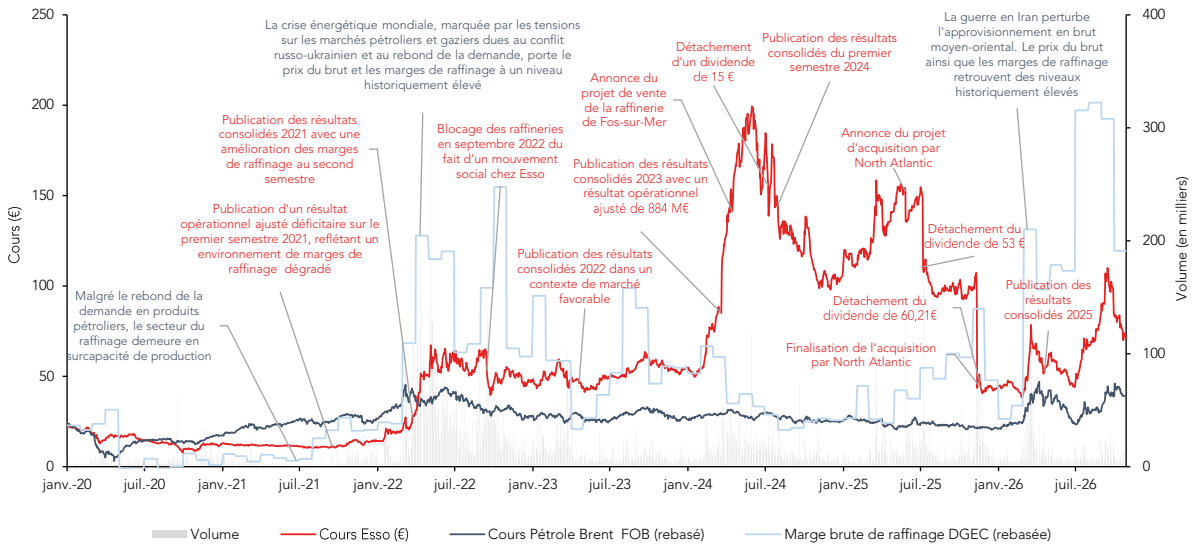
3.3.1. Références boursières

3.3.1.1. *Analyse du cours de bourse de l'Action*

L'Action est actuellement cotée sur le marché réglementé Euronext Paris (compartiment B)[106].

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de l'Action depuis le 1er janvier 2020, parallèlement à celle du cours du baril de pétrole Brent et de la marge de raffinage publiée par la DGEC :

Analyse du cours de bourse de l'Action depuis le 1er janvier 2020



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Plusieurs phases se dégagent sur cette période :

- en 2020, la pandémie de Covid-19 a provoqué un choc sans précédent sur le marché pétrolier et, par ricochet, sur l'industrie du raffinage. Les confinements successifs, la chute brutale du trafic aérien et de la mobilité, ont entraîné une contraction massive de la demande mondiale de pétrole et un effondrement des prix[107]. En surcapacité, les raffineries, avec un taux d'utilisation au plus bas, ont vu leurs marges de raffinage s'effondrer et ont dû absorber des coûts fixés élevés[108]. Le cours de l'Action clôture au plus bas à 7,50 € au mois de septembre 2020, durant lequel la Société publie ses résultats semestriels faisant état d'une perte opérationnelle de 661 M€. Fin 2020, le cours clôture autour de 13 € ;

- en 2021, la demande mondiale de produits pétroliers a commencé à se redresser, portée par la reprise progressive du transport aérien et routier. Le sur-approvisionnement des produits pétroliers et la surcapacité des raffineries ont toutefois continué de peser sur les marges de raffinage, en particulier au cours du premier semestre. Dans ce contexte de marché, la Société a publié des résultats

[106] Sous le code ISIN FR0000120669 ; mnémonique : NAE.
[107] La chute des prix du pétrole brut a été contenue par l'entrée en vigueur le 1er mai d'un accord de réduction de la production conclu par les pays membres de l'OPEP+, se traduisant par une remontée progressive des cours.
[108] Ce contexte a également accéléré certaines restructurations, révélé la fragilité structurelle du raffinage européen et mis en lumière les enjeux de transition énergétique auxquels le secteur était déjà confronté.

semestriels dégradés[109], et le cours de l'Action a oscillé entre 10 € et 15 € au second semestre, sans enregistrer de tendance notable ;

- en 2022, la crise énergétique mondiale, marquée par les tensions sur les marchés pétroliers et gaziers dues notamment au conflit russo-ukrainien et à la reprise économique post pandémie, a entraîné une forte hausse des prix du pétrole brut et des produits raffinés. Le cours de l'Action a franchi à la hausse le seuil de 60 € au premier semestre. Le mouvement social, qui a entraîné l'arrêt complet des productions d'Esso Raffinage pendant près d'un mois[110], a impacté à la baisse le cours de l'Action à partir du mois de septembre. Fin 2022, le cours de l'Action a clôturé légèrement en-dessous du seuil de 50 € ;

- en 2023, le prix du pétrole brut (Brent) s'est stabilisé autour de 80 $ et les marges de raffinage, bien que toujours élevées, ont reflué par rapport à 2022. La publication au premier semestre des résultats consolidés 2022, dans un environnement favorable pour l'industrie du raffinage, a reçu un accueil mitigé ; la baisse du cours qui s'en est suivie peut s'expliquer par la forte dégradation de la trésorerie nette, en lien avec un besoin en fonds de roulement anormalement élevé à la clôture de l'exercice 2022[111]. Au cours de l'année, le cours de l'Action a évolué dans une fourchette comprise entre 40 € et 65 €. Fin 2023, le cours de l'Action a clôturé autour de 55 € ;

- en 2024, le cours de l'Action a enregistré une hausse particulièrement significative au premier semestre, malgré l'arrêt pour maintenance des unités de la raffinerie de Fos-sur-Mer ainsi que l'incendie survenu à la raffinerie de Gravenchon. Le cours de l'Action semble avoir été soutenu en particulier par la publication des résultats consolidés 2023, faisant état d'un résultat opérationnel ajusté de 884 M€ et d'une trésorerie nette supérieure à 1 Md€, ainsi que par l'annonce d'une distribution d'un dividende de 15 € par Action[112], dont 12 € de dividende exceptionnel. Le cours de l'Action a ainsi atteint le seuil de 200 € au début du mois de juin 2024. Sur le second semestre, le cours de l'Action a été particulièrement volatil[113], et a évolué tendanciellement à la baisse, avec la publication notamment des résultats consolidés semestriels dans un contexte de marges de raffinage en repli, faisant état d'un EBITDA ajusté de 34 M€[114]. Fin 2024, le cours de l'Action a oscillé en moyenne entre 100 € et 110 € ;

- en 2025, le cours de l'Action a enregistré une tendance haussière associée à une forte volatilité sur les premiers mois. Le marché semble avoir notamment bien accueilli les résultats consolidés 2024 publiés au mois de mars (le communiqué de presse afférent présentant une position financière nette de près de 1,5 Md€ et incluant l'annonce du paiement d'un dividende exceptionnel de 50 € par Action). Le cours de l'Action a refranchi à la hausse le seuil de 150 € au mois de mai. L'annonce du projet d'Acquisition du Bloc et de l'Offre subséquente, intervenue le 28 mai 2025, a impacté négativement

[109] Le communiqué de presse relatif aux résultats consolidés du premier semestre 2021, publié le 16 septembre 2021, mentionne un résultat opérationnel ajusté en perte de 59 M€, reflétant un environnement de marges de raffinage toujours dégradé.
[110] Le mouvement social débuté le 21 septembre 2022 sur les sites de production d'Esso Raffinage, filiale du groupe Esso S.A.F., a pris fin le 13 octobre à la raffinerie de Fos-sur-Mer et le 14 octobre à la raffinerie de Gravenchon.
[111] La hausse du BFR résultait de l'impact de la hausse des cours des produits et matières premières ainsi que de l'impact ponctuel résultant des paiements relatifs aux achats réalisés lors des redémarrages qui ont suivi les mouvements sociaux.
[112] Dividende détaché le 8 juillet 2024.
[113] Le rendement de l'Action a enregistré une volatilité annuelle d'environ 50% au cours du second semestre 2024.
[114] La rentabilité du Groupe sur le premier semestre 2024 a été affectée non seulement par le contexte de marges de raffinage en repli, mais aussi par la baisse des quantités de pétrole brut traité en raison du grand arrêt pour maintenance planifiée de la raffinerie de Fos-sur-Mer et de l'incendie survenu sur une unité de distillation atmosphérique à Gravenchon.

le cours de l'Action, qui a clôturé la séance à 136 €, soit une baisse de 10,7% par rapport à l'ouverture. Sur le second semestre, le cours de l'Action a été affecté par le détachement des dividendes exceptionnels pour un montant total de 113,21 €[115] (les « **Dividendes Exceptionnels** »). Postérieurement à leur détachement, le cours de l'Action a continué à évoluer au-dessus du Prix de l'Offre Initial de 28,93 € communiqué au marché[116] ;

- en 2026, le cours de l'Action est resté relativement stable jusqu'au déclenchement du conflit en Iran à la fin du mois de février. Cet évènement a entraîné une forte hausse du cours, à des niveaux sensiblement supérieurs au Prix de l'Offre Initial[117]. Après avoir fluctué au cours du printemps au gré de l'évolution de la situation géopolitique, le cours a connu une nouvelle progression marquée à compter de juillet 2026, et a atteint un pic le 15 septembre 2026, clôturant à 110 €. Le cours a enregistré sur les semaines qui ont suivi une baisse significative, ce constat pouvant s'expliquer notamment par la baisse attendue des marges de raffinage, ainsi que par la prise en compte par le marché des coûts significatifs de couverture supportés par le Groupe[118].

Le 28 octobre 2026, à la veille de la communication au marché du Prix de l'Offre, le cours de l'Action clôturait à **71,1 €**.

Les volumes de titres échangés au cours des douze derniers mois précédant la Date de Référence illustrent une liquidité satisfaisante du titre, avec une rotation annuelle représentant un nombre d'Actions supérieur au flottant :

Rotation de l'action

	Date d'annonce	Date de Référence
	27-mai-25	28-oct.-26
Volume échangé 12 mois	3 129 108	3 361 184
Flottant	2 199 210	2 199 210
Rotation du flottant (%)	**142,3%**	**152,8%**

Source : Bloomberg, analyses Ledouble

[115] Dont un dividende de 53 € par Action détaché le 8 juillet 2025 et un dividende de 60,21 € par Action détaché le 12 novembre 2025.
[116] Le 10 novembre 2025, la Société a communiqué la date prévisionnelle du changement de contrôle ainsi que le prix d'acquisition du Bloc et le Prix de l'Offre Initial.
[117] L'annonce du projet de l'Opération n'a pas entraîné un ajustement du cours au niveau du Prix de l'Offre Initial, ce constat inhabituel reflétant les incertitudes perçues par le marché quant à la réalisation de l'Offre aux conditions envisagées initialement par l'Initiateur.
[118] Les résultats consolidés du premier semestre 2026, incluant les frais de portage des stocks, ont été communiqués au marché le 28 septembre après bourse.

3.3.1.2. *CMPV de l'Action*

Nous présentons, ci-après, les cours moyens pondérés par les volumes retraités [119] (« **CMPV Retraités** ») de l'Action sur les douze mois précédant la Date de Référence[120] :

CMPV de l'Action à la date d'annonce et à la Date de Référence

€	27-mai-25 CMPV Retraités	28-oct.-26 CMPV Retraités
Spot (clôture)	**39,09**	**71,10**
20 séances	37,02	77,97
60 séances	29,36	88,50
120 séances	21,46	74,71
180 séances	14,62	67,09
250 séances	24,43	59,18
12 mois	26,92	58,94
Plus bas 12 mois	**n.a.**	**37,39**
Plus haut 12 mois	**86,19**	**110,00**

Source : Bloomberg

Compte tenu de la forte volatilité du cours de l'Action au cours des douze mois précédant la Date de Référence, les CMPV Retraités encadrent à la hausse ou à la baisse, en fonction de la période observée, le Prix de l'Offre.

À la Date de Référence, le cours de l'Action clôturait à **71,1 €**.

3.3.1.3. Transactions réalisées par M. Allan Green

M. Allan Green a acquis, directement et indirectement, par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle[121], un nombre total de 226.500 Actions entre le 7 novembre 2025 et le 28 octobre 2026[122], soit 6,9% des volumes échangés sur cette période[123].

Ces transactions ont représenté une part significative des volumes échangés. Nous considérons toutefois qu'elles ne remettent pas en cause, à elles seules, la pertinence du cours de bourse en tant que référence de valorisation[124].

3.3.2. Valorisation intrinsèque (« DCF »)

3.3.2.1. Rappel du principe 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

[119] Afin de pouvoir apprécier le positionnement du Prix de l'Offre par rapport au cours de l'Action, nous avons retraité les CMPV des Dividendes Exceptionnels.
[120] Nous présentons également, à titre d'information, les CMPV au 27 mai 2025, dernier jour de cotation avant l'annonce des négociations exclusives.
[121] M. Allan Green contrôle les sociétés Candel & Partners et Digital Innovations Holding.
[122] Date proche de l'émission de notre rapport.
[123] Les titres acquis par M. Allan Green, directement ou indirectement, ont représenté entre 1% et 16% des volumes mensuels échangés sur le marché.
[124] Ces transactions ont participé à la formation du cours de l'Action. Rien ne permet toutefois d'établir qu'en l'absence des ordres d'achat émanant de M. Allan Green et des sociétés qu'il contrôle, le cours de l'Action aurait évolué de manière significativement différente.

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 habituellement sur l'estimation d'un cash-flow libre durable, capitalisé à l'infini au moyen de la formule de Gordon-Shapiro, et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme.

Nous avons également mis en œuvre une méthode alternative consistant à substituer à la valeur terminale déterminée selon la méthode de Gordon-Shapiro une estimation de la valeur de sortie qui pourrait être obtenue, à terme, par la cession de la raffinerie et des stocks, ainsi que par le recouvrement des créances et le règlement des dettes d'exploitation (§ 3.3.2.2).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, la Valeur d'Entreprise est majorée de la trésorerie financière nette ou minorée de l'endettement financier net ; en l'occurrence, le Groupe présente une dette financière nette (§ 3.1.4.1).

3.3.2.2. *Approches mises en œuvre*

Afin d'apprécier distinctement les effets du changement de contrôle (« CiC[125] ») et ceux de l'évolution des conditions de marché sur la valeur du Groupe, nous avons mis en œuvre les approches de valorisation intrinsèque suivantes :

- **Approche Pré CiC** : valorisation du Groupe dans sa configuration historique, lorsqu'il bénéficiait du soutien financier d'ExxonMobil, en neutralisant l'impact (i) des nouveaux Accords Commerciaux, (ii) des coûts liés au Contrat Citi, (iii) des économies de coûts attendues à l'issue du changement de contrôle et (iv) de l'évolution du mix produits envisagée par l'Initiateur.

- **Approche Post CiC Milieu de Cycle** : valorisation du Groupe en tenant compte des conséquences du changement de contrôle, mais en excluant l'impact de la hausse exceptionnelle des marges de raffinage observée en 2026[126].

- **Approche Post CiC 2026** : valorisation du Groupe en tenant compte des conséquences du changement de contrôle et de l'évolution des conditions de marché depuis l'Acquisition du Bloc.

Par ailleurs, l'Approche Post CiC 2026 a été déclinée selon deux scénarios pour le calcul de la valeur terminale :

- scénario de poursuite de l'exploitation au-delà de l'horizon explicite du plan d'affaires, matérialisée par le calcul d'une valeur terminale au moyen de la formule de Gordon-Shapiro ;

- scénario de cession à terme de la raffinerie et des stocks, recouvrement des créances et règlement des dettes d'exploitation.

Les modalités de construction du plan d'affaires permettent d'isoler l'impact attendu du changement de contrôle. Les estimations des coûts de couverture associés au Contrat Citi nous ont par ailleurs été communiquées en marge du plan d'affaires.

[125] Change in Control.
[126] Cette approche nous conduit à valoriser l'Action dans la situation où se trouvait l'Initiateur à l'issue de l'Acquisition du Bloc.

L'Évaluation Multicritère étant réalisée à la date d'émission du Rapport (§ 3.1.2), les résultats des Approches Pré CiC et Post CiC Milieu de Cycle sont présentés à titre indicatif. Seuls les résultats de l'Approche Post CiC 2026 figurent en synthèse de l'Évaluation Multicritère (§ 3.4).

3.3.2.3. *Plan d'affaires initial de la Direction*

Le plan d'affaires de la Direction a fait l'objet de plusieurs actualisations. Les Approches Pré CiC et Post CiC Milieu de Cycle ont été mises en œuvre à partir du plan d'affaires qui nous a été transmis par la Direction le 5 mars 2026 (le « **Plan d'Affaires Initial** »).

Le Plan d'Affaires Initial couvre la période 2026-2032 (la « **Période Explicite** »), dont l'horizon de sept ans est aligné sur le cycle des grands arrêts pour maintenance. Sa construction repose sur les performances historiques de la raffinerie dans un environnement de marché de milieu de cycle, et intègre les perspectives du marché européen du raffinage ainsi que les effets attendus du changement de contrôle. Le Plan d'Affaires Initial n'intègre pas les effets de la hausse exceptionnelle des marges de raffinage observée depuis mars 2026, postérieurement à son établissement.

Il repose sur la modélisation :

- des hypothèses de volume traité et d'évolution de la marge brute ;
- des coûts de remédiation des anciens sites [127] et de l'impact des arrêts pour maintenance ;
- des effets des mesures d'efficacité énergétique et des actions d'optimisation du fonctionnement de la raffinerie consécutives à la fermeture du vapocraqueur ;
- de la marge d'EBITDA et d'EBIT avant prise en compte des effets du changement de contrôle ;
- des effets du changement de contrôle sur la marge opérationnelle, comprenant l'impact :
  - des Accords Commerciaux ;
  - de la nouvelle structure de coûts ;
  - d'une hausse attendue de la production couplée à une évolution du mix produit, avec une plus forte contribution de la part du Jet Fuels ;
- des besoins d'investissement ;
- de l'évolution attendue du besoin en fonds de roulement.

Les projections ont été établies sur la base de la marge brute moyenne dégagée par le site de Gravenchon sur la période 2014-2019 (la « **Marge Brute de Référence** »).

Cette période a été retenue dans la mesure où elle précède les conditions de marché exceptionnelles résultant successivement de la pandémie de Covid-19 puis des perturbations engendrées par le conflit en Ukraine et, plus récemment, des tensions géopolitiques au

[127] Nous avons neutralisé ces coûts dont l'incidence est prise en compte au travers des provisions incluses dans la Dette Financière Nette Ajustée (§ 3.1.4.1).

Moyen-Orient. Elle apparaît, de ce fait, représentative d'un environnement de marché moyen de cycle.

La Direction a par ailleurs tenu compte de l'évolution attendue du marché européen du raffinage, caractérisée par une baisse de la demande et par une intensification de la concurrence liée à la mise en service de nouvelles capacités de production hors d'Europe. Elle a également pris en considération le renforcement des contraintes environnementales, l'augmentation du coût des quotas d'émission de CO_2 ainsi que l'évolution des coûts d'exploitation du secteur.

Le Plan d'Affaires Initial reposait ainsi sur les hypothèses clés suivantes :

- une marge d'EBIT estimée à 172 M€[128] en 2026 à partir de la Marge Brute de Référence[129] ;
- une baisse de la marge brute de 2% par an, appliquée à la Marge Brute de Référence ;
- un impact annuel net positif des effets du changement de contrôle sur la marge opérationnelle, compris entre 5 M€ et 27 M€ sur la Période Explicite, permettant de compenser en partie l'érosion attendue de la marge brute ;
- une détérioration de la marge d'EBIT, convergeant vers un niveau cible d'environ 135 M€ en fin de Période Explicite ;
- une enveloppe annuelle d'investissements d'environ 40 M€ ;
- un taux d'imposition estimé à environ 36%[130] sur l'exercice 2026 et à 25,8% sur le reste de la Période Explicite, avant prise en compte des déficits reportables ;
- une variation limitée du BFR, la hausse envisagée de la production compensant la baisse attendue du prix du baril sur la Période Explicite.

3.3.2.4. *Plan d'Affaires final de la Direction*

La forte volatilité des conditions de marché observées dans le secteur du raffinage, dans un contexte géopolitique incertain, a conduit la Direction à réviser le Plan d'Affaires Initial à plusieurs reprises.

L'Évaluation Multicritère a été réalisée à partir de la dernière version du plan d'affaires de la Direction, mise à notre disposition le 22 octobre 2026 et présentée au Conseil d'Administration du 26 octobre 2026 (le « **Plan d'Affaires Final** »).

Le Plan d'Affaires Final intègre les réalisations jusqu'au 31 août 2026 ainsi que les derniers éléments d'atterrissage disponibles sur l'exercice 2026.

Il tient compte également :

- d'une révision de l'impact estimé des Accords Commerciaux, conduisant à un rehaussement de la marge prévisionnelle de l'ordre de 10 M€ par an ;

[128] Incluant des coûts non récurrents d'environ 15 M€.
[129] Nous ne communiquons pas le montant de la Marge Brute de Référence, la Société ayant considéré l'information comme confidentielle.
[130] Incluant la contribution exceptionnelle sur les bénéfices des grandes entreprises.

- d'une opération de maintenance représentant un coût additionnel de 30 M€ en 2027 ;
- de nouveaux projets envisagés par la Société, dont l'impact positif est compensé par des investissements complémentaires prévus par la Direction sur la Période Explicite.

Le Plan d'Affaires Final table sur :

- une marge d'EBIT estimée à environ 700 M€ sur l'exercice 2026 ;
- un impact annuel net positif des effets du changement de contrôle sur la marge opérationnelle, compris entre 21 M€ et 42 M€ sur la Période Explicite[131] ;
- une marge d'EBIT cible estimée à environ 140 M€ en fin de Période Explicite.

Au même titre que le Plan d'Affaires Initial, le Plan d'Affaires Final :

- repose à partir de 2027 sur la modélisation d'un environnement de marché milieu de cycle, modélisé à partir de la Marge Brute de Référence ;
- ne couvre pas certains plans d'optimisation opérationnelle envisagés par North Atlantic[132], du fait notamment de l'absence de calendrier et des aléas techniques et réglementaires[133].

Au regard de ces éléments, nous sommes d'avis que le Plan d'Affaires Final repose sur des hypothèses réalistes, sans toutefois tenir compte de certains leviers potentiels d'amélioration de la marge.

Compte tenu de ce qui précède et afin de tenir compte également des caractéristiques de la raffinerie de Port-Jérôme-sur-Seine et de sa capacité à se démarquer au sein de l'environnement concurrentiel dans lequel elle évolue, nous avons élargi nos fourchettes de valorisation :

- en approche d'évaluation intrinsèque :
  - en retenant, dans le scénario fondé sur une modélisation de la poursuite de l'exploitation au-delà de la Période Explicite, un taux de décroissance perpétuelle compris entre 0% et 2% par an, hypothèse que nous jugeons volontariste au regard des tendances du marché du raffinage européen[134] ;

---

[131] Incluant :
- un impact annuel net négatif des Accords Commerciaux estimé à environ 20 M€ (§ 5.5.3) ;
- des économies de coûts estimées à environ 30 M€ ;
- l'incidence de l'évolution du mix produit et des nouveaux projets, estimée entre 10 M€ et 30 M€.

[132] L'Initiateur envisage notamment :
- une optimisation des procédés de raffinage, en lien avec le refroidissement des unités, la modernisation des dessaleurs, l'amélioration du recyclage de l'hydrogène, de l'efficacité des unités d'hydrotraitement et de l'unité de Fluid Catalytic Cracking (FCC) ;
- une évolution vers la production de diesel renouvelable et de carburants d'aviation durable (SAF) ainsi que le co-traitement de charges issues de la biomasse.

[133] Des études préalables de faisabilité devront être menées. Compte tenu du risque de non-réalisation de ces plans, des incertitudes techniques et réglementaires, ainsi que des coûts et des investissements qui devront le cas échéant être engagés, la Direction nous a confirmé que ces derniers ne sont pas susceptibles de remettre en cause la trajectoire de flux prévisionnels du Plan d'Affaires Final.

[134] Pour mémoire, l'étude réalisée par l'entreprise américaine S&P Global, à la demande de Concawe, table d'ici 2050 sur une contraction annuelle des marges nettes comprise entre 2,0% et 3,8% pour les principales raffineries européennes (§ 2.2.4).

- en modélisant par ailleurs un scénario fondé sur une hypothèse de cession à terme de la raffinerie (§ 3.3.2.9) ;

› en approche d'évaluation analogique, en appliquant les multiples aux agrégats du Plan d'Affaires Final ainsi qu'aux marges d'EBITDA et d'EBIT déterminées à partir de la Marge Brute de Référence, sans prise en compte de l'érosion attendue par la Direction sur la Période Explicite.

3.3.2.5. Prise en compte des coûts de couverture

Le Plan d'Affaires Final n'intègre pas les coûts de couverture associés au Contrat Citi, destinés à couvrir les risques de fluctuation des prix affectant la valeur des stocks de pétrole brut et de produits finis transférés à l'établissement bancaire.

La Direction considère que ces coûts constituent une composante du coût de financement lié au dispositif de portage des stocks et les prend en compte au travers de son estimation du coût du capital[135].

Nous relevons toutefois que ces opérations de couverture ont pour objet de neutraliser un risque économique inhérent à la détention des stocks. En l'absence de portage des stocks, la Société demeurerait exposée au même risque de variation des prix du pétrole et pourrait être amenée à mettre en place des opérations de couverture similaires sur les marchés à terme.

Ces coûts sont par conséquent exclus de notre calcul du coût du capital et sont pris en compte au niveau des flux de trésorerie dans les Approches Post CiC[136]. A contrario, nous considérons que les charges de financement des stocks sont déjà prises en compte implicitement dans notre calcul du coût moyen pondéré du capital (§ 3.3.2.7).

Dans l'Approche Post CiC Milieu de Cycle, nous retenons un coût de couverture normalisé reflétant des conditions de marché milieu de cycle, estimé sur la base d'un coût moyen de 0,4 $[137] par baril appliqué aux volumes de production prévisionnels.

Dans l'Approche Post CiC 2026, nous avons retenu :

› pour le second semestre 2026, des coûts de couverture estimés à environ 137 M€, dans un contexte de marché caractérisé par des prix au comptant sensiblement supérieurs aux prix à terme, entraînant des coûts de couverture exceptionnellement élevés ;

› puis, sur le reste de la Période Explicite, un coût annuel égal à 36 M€, estimé sur la base du coût moyen de couverture de 0,4 $ par baril appliqué aux volumes de production couverts.

[135] Dans le cadre de ses tests de dépréciation d'actifs au 31 décembre 2025, la Direction a révisé à la hausse le taux d'actualisation, en le portant de 8% à 11%.
[136] Bien que le portage des stocks ait été mis en place préalablement à l'Acquisition du Bloc, nous considérons que ces coûts n'auraient probablement pas été supportés par le Groupe si celui-ci était resté affilié à ExxonMobil. Ces coûts sont par conséquent exclus de la valorisation DCF selon l'Approche Pré CiC.
[137] Coût moyen de couverture estimé par la Direction, corroboré par une analyse Ledouble sur la base des données de marché observées sur la période 2016-2026.

3.3.2.6. *Prise en compte de l'écart entre le BFR au 30 juin 2026 et le BFR normatif*

Le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres intègre l'écart entre le BFR au 30 juin 2026[138] et notre estimation du BFR normatif devant être financé par le Groupe, avant et après changement de contrôle (§ 3.1.4.3).

Cet ajustement conduit à majorer la valeur des capitaux propres de :

- 708,2 M€[139] dans l'Approche Pré CiC ;
- 208,2 M€[140] dans les Approches Post CiC Milieu de Cycle et Post CiC 2026.

3.3.2.7. *Taux d'actualisation*

Nous avons déterminé le taux d'actualisation à partir de la formule du modèle d'évaluation des actifs financiers (« MEDAF »). Nous avons privilégié la méthode directe qui consiste à estimer le coût du capital à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise :

- un taux sans risque de 4,6% correspondant à la moyenne historique 3 mois des obligations assimilables du trésor (« OAT ») 10 ans ;
- un beta moyen de l'actif économique de 0,78[141] estimé à partir de notre échantillon de Comparables Boursiers[142] (§ 3.3.3.1) ;
- une prime de risque du marché français estimée à 4,6%[143] ;
- une prime spécifique de 0,3% pour tenir compte du différentiel de taille entre le Groupe et les Comparables Boursiers à partir desquels le beta de l'actif économique a été estimé.

Coût du capital

Composants	
Taux sans risque	4,6%
Beta de l'actif économique	0,78
Rendement de marché	9,2%
Prime de risque du marché	4,6%
Prime de taille	0,3%
Taux d'actualisation	**8,5%**

Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Le taux que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en DCF ressort ainsi à **8,5%**.

---

[138] Date de référence retenue pour le calcul de la Dette Financière Nette Ajustée (§ 3.1.4.1).
[139] Différence entre le BFR normatif estimé avant le changement de contrôle (environ 500 M€) et le BFR constaté au 30 juin 2026 (1.208,2 M€) (§ 2.5.5).
[140] Différence entre le BFR normatif estimé après le changement de contrôle (environ 1.000 M€) et le BFR constaté au 30 juin 2026 (1.208,2 M€).
[141] Beta désendetté moyen observé sur une période de 5 ans (source : Bloomberg).
[142] Le calcul du beta intègre également les données de marché observées sur le titre de la société israélienne Bazan Group, qui a été exclue in fine de l'échantillon de Comparables Boursiers en raison d'une couverture insuffisante par les analystes financiers.
[143] 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 9,2%, la prime de risque du marché français, après déduction du taux sans risque de 4,6%, s'établit à 4,6%.

3.3.2.8. Taux de décroissance perpétuelle

Dans les scénarios fondés sur une hypothèse de poursuite de l'exploitation au-delà de la Période Explicite, la valeur terminale a été déterminée en retenant un taux de décroissance perpétuelle compris entre 0% et 2% par an[144], afin de tenir compte :

- des tendances structurelles du marché européen du raffinage et, en particulier, de l'évolution anticipée de l'offre et de la demande ainsi que de la pression attendue sur les marges de raffinage à long terme (§ 2.2.4) ;

- des plans d'optimisation opérationnelle envisagés par North Atlantic, non modélisés dans le Plan d'Affaires Final, qui sont susceptibles d'atténuer les effets de la décroissance attendue sur le marché européen du raffinage (§ 3.3.2.4).

3.3.2.9. Hypothèses de sortie

Dans les scénarios fondés sur une hypothèse de cession à terme de la raffinerie et des stocks, nous avons retenu les hypothèses suivantes pour la détermination de la valeur terminale :

- en **borne basse**, une hypothèse de cession de la raffinerie pour un montant symbolique et arbitraire de 1 €, reflétant un scénario dans lequel les marges de raffinage subiraient une dégradation plus marquée que celle anticipée. Dans une telle configuration, l'Initiateur et les acquéreurs potentiels pourraient tenir compte du risque que le site doive faire l'objet soit d'une fermeture, avec les coûts de démantèlement et de dépollution afférents, soit d'une reconversion impliquant la réalisation d'investissements substantiels ;

- en **borne haute**, une hypothèse de cession pour un montant de **430,0 M€**[145], déterminé par référence au multiple observé lors de la cession de la raffinerie de Fos-sur-Mer, que nous avons ajusté pour tenir compte des caractéristiques propres au site de Gravenchon (§ 3.3.4.1). Cette hypothèse volontariste suppose que les conditions de marché et de valorisation à l'issue de la Période Explicite demeurent comparables à celles constatées lors de cette transaction de référence, malgré les perspectives de contraction du marché européen du raffinage et le renforcement attendu du cadre réglementaire européen en matière de décarbonation.

La valeur terminale, incluant le recouvrement du BFR dans chacun des scénarios retenus, a été actualisée au coût du capital (§ 3.3.2.6).

[144] Pour rappel, l'Approche Post CiC 2026 a été mise en œuvre en retenant une hypothèse alternative de cession à terme des principaux actifs (§ 3.3.2.9).
[145] Correspondant la valeur moyenne de la raffinerie de Gravenchon estimée à partir de la transaction de Fos-sur-Mer entre 403,3 M€ et 455,8 M€ (§ 3.3.4.1).

3.3.2.10. Synthèse de *l'Approche Pré CiC*

Les résultats de l'Approche Pré CiC, qui reflètent la valeur du Groupe dans sa configuration historique (§ 3.3.2.2), sont présentés uniquement à titre indicatif. Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini dans cette approche[146] :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

g	Taux d'actualisation				
	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
-	88,7	83,4	78,7	74,5	70,8
(1,0%)	81,7	77,3	73,4	69,8	66,6
(2,0%)	76,1	72,4	69,0	66,0	63,2
(3,0%)	71,5	68,3	65,4	62,8	60,3
(4,0%)	67,8	65,0	62,4	60,1	57,9

La valeur centrale de l'Action selon l'Approche Pré CiC ressort dans une fourchette de valeurs de **66,0** € à **83,4** €.

3.3.2.11. *Synthèse de l'Approche Post CiC Milieu de Cycle*

L'Évaluation Multicritère étant réalisée à la date d'émission du Rapport (§ 3.1.2), les résultats de l'Approche Post CiC Milieu de Cycle, qui n'intègrent pas l'impact de la hausse exceptionnelle des marges de raffinage observée en 2026 (§ 3.3.2.2), sont présentés uniquement à titre indicatif. Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini dans cette approche :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

g	Taux d'actualisation				
	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
-	49,6	44,7	40,4	36,6	33,1
(1,0%)	43,1	39,1	35,5	32,2	29,3
(2,0%)	37,9	34,5	31,4	28,7	26,1
(3,0%)	33,7	30,8	28,1	25,7	23,4
(4,0%)	30,3	27,7	25,3	23,2	21,2

La valeur de l'Action selon l'Approche Post CiC Milieu de Cycle ressort dans une fourchette de valeurs comprises entre **28,7** € et **44,7** €.

Ces valeurs se positionnent en retrait par rapport aux résultats obtenus dans l'Approche Pré CiC. Ce constat s'explique essentiellement par le fait que les économies de coûts attendues à l'issue du changement de contrôle[147] sont insuffisantes pour compenser l'impact (i) de l'augmentation du BFR normatif[148] (§ 3.1.4.3) et (ii) des coûts de couverture associés au Contrat Citi[149].

[146] Compte tenu des perspectives du marché européen du raffinage, nous n'affichons pas les valeurs de l'Action qui résulteraient d'une hypothèse de croissance perpétuelle positive.
[147] L'impact annuel du changement de contrôle sur la marge opérationnelle a été estimée dans le Plan d'Affaires Initial entre 5 M€ et 27 M€ sur la Période Explicite (§ 3.3.2.3). Après prise en compte de la fiscalité et de l'effet d'actualisation, la valeur actuelle de ces économies de coûts a été estimée à 221 M€, soit 17,2 € par Action.
[148] Impact d'environ 500 M€ (§ 3.1.4.3), soit 38,9 € par Action.
[149] Les coûts de couverture représentent, dans un environnement de marché milieu de cycle une charge annuelle estimée à 35,8 M€ (§ 3.3.2.5). Nous avons par ailleurs retraité le coût supporté par le Groupe sur le premier semestre 2026 dans un environnement de marché non représentatif d'un milieu de cycle. Sur cette base et après prise en

3.3.2.12. *Synthèse de l'Approche Post CiC 2026*

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini dans l'Approche Post CiC 2026, selon les scénarios de poursuite de l'exploitation et de cession à terme de la raffinerie :

- Scénario de poursuite de l'exploitation :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

g	Taux d'actualisation				
	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
-	80,1	74,5	69,6	65,2	61,2
(1,0%)	72,8	68,2	64,0	60,3	56,9
(2,0%)	66,9	63,1	59,5	56,3	53,4
(3,0%)	62,2	58,9	55,8	53,0	50,4
(4,0%)	58,4	55,4	52,7	50,2	47,8

- Scénario de cession à terme de la raffinerie :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Hyp. Sortie	Taux d'actualisation				
	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
borne haute	94,3	92,3	90,4	88,6	86,8
borne basse	72,6	71,2	69,9	68,6	67,4

La valeur de l'Action obtenue dans le scénario de poursuite de l'exploitation ressort dans une fourchette de valeurs comprises entre **56,3** € et **74,5** €. La valeur terminale obtenue dans ce scénario est inférieure ou proche du niveau de BFR projeté à l'issue de la Période Explicite. Ce constat traduit le fait que les perspectives d'activité et de rentabilité retenues dans le Plan d'Affaires Final ne permettraient pas, à terme, de générer une création de valeur suffisante au regard des capitaux durablement mobilisés dans le cycle d'exploitation.

En l'absence de mise en œuvre de plans d'optimisation opérationnelle et/ou de déploiement de nouveaux axes stratégiques, la raffinerie pourrait, à terme, faire l'objet d'une fermeture, entraînant entre autres d'importants coûts de démantèlement et de dépollution. Ces coûts n'ont pas été intégrés dans nos approches de valorisation, compte tenu de la difficulté de les estimer de manière fiable, et du fait qu'aucun scénario prévoyant la fermeture de la raffinerie n'est actuellement envisagé par la Direction[150].

L'Initiateur envisage la mise en œuvre de plans d'optimisation, dont les impacts en matière d'investissement et de rentabilité n'ont pas été intégrés dans le Plan d'Affaires Final, en l'absence de calendrier et d'estimation fiable des investissements requis et des économies susceptibles d'être réalisées. Nous avons par conséquent complété nos travaux par un scénario alternatif de cession de la raffinerie et des stocks à l'issue de la Période Explicite[151].

Ce scénario alternatif conduit à une fourchette de valeurs comprises entre **68,6** € et **92,3** €, reflétant le potentiel de valeur de la raffinerie du point de vue d'un investisseur qui serait en

compte de la fiscalité et de l'effet d'actualisation, la valeur actuelle de ces coûts de couverture a été estimée à 214 M€, soit 16,7 € par Action.

[150] À ce titre, nous observons que dans le cadre du processus compétitif de vente de la raffinerie, l'Initiateur avait indiqué dans son offre avoir pris en compte les coûts potentiels de démantèlement et de dépollution à hauteur de 250 M€. Nous considérons que, dans une approche reposant sur l'exploitation de la raffinerie pendant une période limitée suivie de sa fermeture, les coûts liés à l'arrêt de l'exploitation seraient susceptibles d'être partiellement compensés par le recouvrement du BFR et la valeur du foncier après remise en état du site.

[151] Ce scénario a été établi par nos soins et ne reflète pas la stratégie de l'Initiateur.

mesure de limiter les effets de la décroissance attendue sur le marché européen du raffinage et/ou d'abaisser le montant des capitaux durablement mobilisés dans le cycle d'exploitation.

3.3.3. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de l'Action par référence aux multiples d'EBITDA et d'EBIT d'un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers** »).

3.3.3.1. *Constitution de l'échantillon des Comparables Boursiers*

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à North Atlantic Energies, en termes de taille, de zone d'implantation et de profil opérationnel.

Les sociétés cotées disposant d'actifs de raffinage présentent généralement un périmètre d'activités plus diversifié, incluant notamment des activités de distribution, de logistique, de pétrochimie ou, dans certains cas, d'exploration-production.

Par ailleurs, les marchés américain et européen du raffinage reposent sur des fondamentaux distincts. La demande de produits pétroliers devrait connaître un recul plus marqué en Europe qu'aux États-Unis, tandis que les raffineurs européens supportent des coûts de carbone et d'énergie sensiblement supérieurs à ceux de leurs homologues américains. Ces spécificités, qui se traduisent par des différences en termes de perspectives de croissance, de rentabilité et de risques associés aux actifs, sont de nature à affecter les multiples boursiers.

Nous avons ainsi retenu un échantillon composé de sociétés cotées exploitant des capacités de raffinage significatives en Europe et sur le pourtour méditerranéen.

Les principales caractéristiques de notre échantillon de Comparables Boursiers sont présentées en **Annexe 8**. Nous en présentons, ci-après, les capitalisations boursières[152] :

Capitalisation Boursière

Société	Pays	Moyenne 3 mois (M€)
Motor Oil Hellas	Grèce	7 134
Turkiye Petrol Rafinerileri	Turquie	13 136
HELLENiQ Energy	Grèce	5 250

3.3.3.2. Incidence des conditions de marché sur le choix des multiples

Nous avons examiné les consensus des analystes sur la période prévisionnelle 2026e – 2029e ainsi que l'évolution des multiples des Comparables Boursiers depuis l'Acquisition du Bloc. Nous observons que :

- préalablement à la hausse exceptionnelle des marges de raffinage, les analystes anticipaient une amélioration progressive de la rentabilité des Comparables Boursiers, malgré la contraction du marché européen du raffinage ;

[152] En moyenne 3 mois au 13 novembre 2026.

- les analystes ont révisé à plusieurs reprises leurs prévisions à court et moyen terme[153]. Nous considérons ainsi que l'évolution des conditions de marché est intégrée tant dans les capitalisations boursières que dans les agrégats financiers retenus pour la détermination des multiples ;

- les analystes tablent sur une normalisation progressive des résultats après 2026, avec un retour en 2029 à des niveaux de résultats proches des consensus qu'ils avaient publiés avant la période de marges exceptionnellement élevées.

Compte tenu de ce qui précède et en particulier de la forte volatilité des résultats attendus à court terme, nous privilégions les multiples des Comparables Boursiers basés sur les consensus 2029, qui reflètent à notre avis un niveau de performance représentatif d'un milieu de cycle.

3.3.3.3. Choix des agrégats et modalités de calcul des multiples

Au-delà des critères de sélection des Comparables Boursiers, la pertinence et la fiabilité des résultats de la méthode d'évaluation analogique sont conditionnés par l'agrégat retenu.

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, qui ne permettent pas d'appréhender les différences de marge et de rentabilité entre les sociétés comparables ;

- de résultat net (PER), susceptibles de conduire à des estimations biaisées du fait de l'hétérogénéité des structures financières et de la profondeur parfois limitée des consensus d'analystes.

Nous avons retenu les multiples d'EBITDA et d'EBIT, considérant que :

- l'EBITDA constitue l'indicateur opérationnel le plus couramment utilisé par les analystes financiers et permet de limiter les effets liés aux différences de politiques d'amortissement ;

- l'EBIT apparaît particulièrement pertinent dans un secteur à haute intensité capitalistique, où la rentabilité des actifs dépend notamment du niveau de complexité des installations, des investissements nécessaires à leur maintien et à leur modernisation, ainsi que de la capacité des opérateurs à faire preuve de résilience dans des environnements de marché dégradés.

Pour déterminer les multiples, nous nous sommes référés :

- aux capitalisations boursières des Comparables Boursiers, qui reflètent les conditions de marché favorables actuelles ;

- à la dernière dette financière nette publiée, s'intercalant entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;

- aux estimations d'EBITDA et d'EBIT issues des consensus d'analystes 2029 (§ 3.3.3.2).

[153] À titre indicatif, entre le 30 juin 2026 et le 7 septembre 2026, nous avons observé un rehaussement d'environ 60% des consensus d'EBITDA 2026e au sein de l'échantillon.

Les valeurs d'entreprise des Comparables Boursiers extériorisent, en moyenne, des multiples de 6,5x l'EBITDA 2029e et 8,8x l'EBIT 2029e, dont le niveau tient compte des résultats exceptionnels attendus à court terme.

3.3.3.4. Application des multiples aux agrégats du Groupe

Le Plan d'Affaires Final repose à partir de 2027 sur la modélisation d'un environnement de marché milieu de cycle, avec une hypothèse de dégradation structurelle de la Marge Brute de Référence de 2% par an (§ 3.3.2.3).

Au-delà des effets de normalisation des marges après 2026, les analystes ne semblent pas anticiper pour les Comparables Boursiers de dégradation structurelle de leur marge à court ou moyen terme (§ 3.3.3.2), étant rappelé que ces derniers présentent une exposition géographique différente de celle de la Société.

Par conséquent, nous avons appliqué les multiples des Comparables Boursiers :

- aux agrégats prévisionnels 2029 issus du Plan d'Affaires Final, qui reflètent les hypothèses de la Direction et intègrent une amorce de décroissance structurelle ;
- ainsi qu'aux marges d'EBITDA et EBIT déterminées à partir de la Marge Brute de Référence (« **EBITDA de Référence** » et « **EBIT de Référence** »).

Cette approche permet d'apprécier la valeur du Groupe sur la base tant des hypothèses retenues par la Direction que d'un niveau de rentabilité cohérent avec les perspectives retenues par les analystes pour les Comparables Boursiers.

Les agrégats retenus ont fait l'objet des ajustements suivants :

- neutralisation des coûts de remédiation des anciens sites et normalisation de l'impact des arrêts pour maintenance, en retenant une charge annuelle moyenne représentative d'un cycle complet ;
- prise en compte des effets attendus des mesures d'efficacité énergétique ainsi que des actions d'optimisation du fonctionnement de la raffinerie mises en œuvre à la suite de la fermeture du vapocraqueur ;
- intégration de la hausse attendue des volumes produits et de l'évolution prévue du mix produits.

Nous appliquons les multiples aux agrégats après prise en compte des coûts de couverture, qui ne sont pas supportés par les Comparables Boursiers.

3.3.3.5. Synthèse de la valorisation par les Comparables Boursiers

Nos estimations de la valeur de l'Action selon l'approche d'évaluation analogique par les Comparables Boursiers se présentent comme suit :

Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

En M€	EBITDA 2029e	EBITDA de Référence	EBIT 2029e	EBIT de Référence
Agrégats	223,6	269,9	175,3	229,9
Coûts de couverture	(35,8)	(35,8)	(35,8)	(35,8)
Agrégats ajustés	**187,8**	**234,1**	**139,5**	**194,1**
Multiple moyen	6,5x	6,5x	8,8x	8,8x
Valeur d'Entreprise	**1 213,6**	**1 512,7**	**1 227,6**	**1 708,3**
Dette Financière Nette Ajustée	(645,7)	(645,7)	(645,7)	(645,7)
Prise en compte du BFR normatif	208,2	208,2	208,2	208,2
Valeur des capitaux propres	**776,1**	**1 075,2**	**790,1**	**1 270,8**
Nombre d'actions (M)	12,855	12,855	12,855	12,855
Valeur par Action (€)	**60,4**	**83,6**	**61,5**	**98,9**

Au même titre que pour l'approche d'évaluation intrinsèque, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres intègre la Dette Financière Nette Ajustée (§ 3.1.4.1) ainsi que l'écart entre le BFR au 30 juin 2026 et notre estimation du BFR normatif (§ 3.3.2.6).

Sur cette base, la valeur de l'Action ressort entre **60,4 €** et **98,9 €**, étant précisé que :

- la borne basse repose sur la trajectoire de la Direction et implique une pression structurelle des marges à moyen terme, en lien avec les tendances affectant l'industrie du raffinage (§ 2.2.4) ;
- la borne haute suppose que le Groupe parvienne à compenser à court et moyen terme les facteurs d'érosion des marges et génère, en 2029, un niveau de marge brute comparable à celui enregistré par le site de Gravenchon sur la période 2014-2019, tout en bénéficiant des effets positifs du changement de contrôle attendus sur la marge opérationnelle.

3.3.4. Valorisation analogique par les multiples de transactions comparables

Au même titre que pour la méthode de valorisation analogique par les Comparables Boursiers (§ 3.3.3.1), nous avons examiné les transactions intervenues sur le marché européen du raffinage[154]. Le caractère parcellaire des informations publiées sur ces dernières ne nous permet toutefois pas d'en exploiter les multiples de manière fiable.

Nous avons in fine valorisé l'Action par référence à la cession par la Société de la raffinerie de Fos-sur-Mer (§ 3.3.4.1), ainsi qu'à la prise de contrôle de Saras par Vitol (§ 3.3.4.2) (les « **Transactions Comparables** »).

[154] À titre indicatif, le projet d'acquisition par CVR Energy des raffineries de St. Paul Park, dans le Minnesota, et de Mandan, dans le Dakota du Nord, annoncé en novembre 2026, présente plusieurs particularités qui limitent sa comparabilité avec un actif européen. Ces raffineries desservent un marché régional spécifique : situées à l'intérieur des terres, dans le nord du Midwest américain, elles sont approvisionnées principalement en bruts du Dakota du Nord et du Canada. Mandan est la seule raffinerie de cet État, et l'essentiel de la production de St. Paul Park est écoulé sur place. Le prix intègre par ailleurs un réseau de commercialisation, des actifs logistiques valorisés à part, environ 70 M$ de synergies annuelles propres à l'acquéreur et des accords commerciaux de long terme avec Trafigura, qui entre au capital de CVR Energy. L'acquéreur a indiqué que la transaction reposait sur un multiple de 4,2 fois la marge d'EBITDA estimée dans un environnement milieu de cycle.

3.3.4.1. Transaction Fos-sur-Mer

Début novembre 2024, la Société a cédé à la société Rhône Energies[155] la raffinerie de Fos-sur-Mer[156], les inventaires associés, ainsi que d'autres actifs incluant deux dépôts de carburant situés dans le sud de la France.

La valeur de l'Action, estimée par référence à cette transaction, a été déterminée comme suit :

Valorisation analogique par référence à la transaction de Fos-sur-mer

En M€	Min	Max	
Valeur de la transaction hors stock	**119,5**	**119,5**	
(Valeur des dépôts de carburants)	(15,2)	(15,2)	
Valeur estimée de la raffinerie de Fos-sur-Mer	**104,3**	**104,3**	
Engagements de retraite transférés	34,8	34,8	
Valeur ajustée de la raffinerie de Fos-sur-Mer	**139,1**	**139,1**	[a]
Coefficient EDC	2,9x	3,3x	
Valeur estimée de la raffinerie de Gravenchon	**403,3**	**455,8**	[b]
BFR au 30 juin 2026	1 208,2	1 208,2	
Valeur d'Entreprise	**1 611,5**	**1 664,0**	[c]
(Dette Financière Nette Ajustée)	(645,7)	(645,7)	
Flux de trésorerie estimés sur le 2nd semestre 2026	207,0	207,0	
Impact des coûts de couverture	(312,3)	(312,3)	
Valeur des capitaux propres	**860**	**913**	[d]
Nombre d'actions (M)	12,855	12,855	
Valeur par Action (€)	**66,9**	**71,0**	[d]

(a) Valeur ajustée de la raffinerie de Fos-sur-Mer

La transaction a été réalisée pour un montant de 130 M$, soit 119,5 M€, auquel s'est ajoutée la valeur des inventaires cédés à la clôture de l'opération.

Nous avons ajusté le prix de la transaction, afin :

- d'exclure la valeur des dépôts de carburant (15,2 M€) et d'isoler au sein de la transaction la valeur attribuable aux activités de raffinage ;
- d'inclure le montant des engagements de retraite transférés (34,8 M€), par homogénéité avec le traitement retenu dans la Dette Financière Nette Ajustée (§ 3.1.4.1).

La valeur de la raffinerie de Fos-sur-Mer ainsi ajustée ressort à **139,1 M€**.

(b) Prise en compte du différentiel de taille et de complexité

L'Equivalent Distillation Capacity (EDC) est un indicateur sectoriel permettant de comparer des raffineries de tailles et de complexités différentes. Il convertit la capacité de traitement de

[155] Société contrôlée par un consortium d'investisseurs composé d'Entara, société d'infrastructures énergétiques et de Trafigura, acteur mondial du négoce de matières premières.
[156] La raffinerie de Fos-sur-Mer, figure parmi les principaux sites de raffinage français. Avec une capacité de traitement d'environ 140.000 barils par jour, elle alimente principalement les marchés du sud de la France et du bassin méditerranéen.

chaque site en une capacité de distillation équivalente, en pondérant chaque unité de procédé selon sa complexité et sa capacité à générer de la valeur.

Sur la base des informations qui nous ont été transmises par la Société et compte tenu du différentiel de taille et de complexité entre les raffineries, nous avons appliqué un multiple d'EDC compris entre **2,9x** et **3,3x**, estimé comme suit :

Calcul des multiples de capacité EDC

	Min	Max
EDC Fos-sur-Mer		
Production quotidienne (kbd)	138	138
Indice de complexité de Nelson	6,0	6,0
Capacité de distillation pondérée	**825**	**825**
EDC Gravenchon		
Production quotidienne (kbd)	225	255
Indice de complexité de Nelson	10,6	10,6
Capacité de distillation pondérée	**2 385**	**2 698**
Ratio EDC Gravenchon / Fos-sur-Mer	**2,9x**	**3,3x**

Source : Société, analyses Ledouble

L'application du coefficient conduit à une estimation de la valeur de la raffinerie de Gravenchon comprise entre **403,3 M€** et **455,8 M€**[157].

(c) *Estimation de la Valeur d'Entreprise*

Selon cette méthode de valorisation, la Valeur d'Entreprise correspond à la somme de la valeur de la raffinerie et du BFR au 30 juin 2026[158], soit un montant total compris entre **1.611,5 M€** et **1.664,0 M€**.

(d) *Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres*

Afin de déterminer la valeur des capitaux propres et de l'Action, nous avons tenu compte :

- de la Dette Financière Nette Ajustée au 30 juin 2026 (645,7 M€) ;
- d'une estimation des flux de trésorerie du second semestre 2026 (207,0 M€[159]), compte tenu de la date à laquelle l'Évaluation Multicritère est réalisée et du caractère exceptionnel des conditions de marché observées sur cette période ;
- de notre estimation de l'impact des coûts de couverture supportés par le Groupe dans un environnement milieu de cycle (312,3 M€[160]).

[157] Hors incidence des engagements de retraite.
[158] Nous retenons le BFR publié à la même date que celle retenue pour le calcul de la Dette Financière Nette Ajustée. Aucun ajustement n'est réalisé au titre du BFR normatif, l'approche de valorisation reposant sur une hypothèse implicite de cession de la raffinerie et des stocks, concomitamment au recouvrement des créances et au règlement des dettes d'exploitation.
[159] Correspondant à l'estimation de la Direction, que nous avons retraitée de l'impact attendu des variations de mark-to-market associées au portage des stocks, compte tenu de l'aléa de ces variations dans un contexte de forte volatilité.
[160] Correspondant au coût annuel prévu sur la Période Explicite à partir de 2027 (35,8 M€), minoré des économies d'impôt théoriques (9,2 M€), soit un montant net annuel de 26,6 M€ capitalisé à l'infini au taux d'actualisation (8,5%).

La valeur des capitaux propres ressort selon cette méthode entre **860 M€** et **913 M€**, soit une valeur de l'Action comprise entre **66,9 €** et **71,0 €**.

3.3.4.2. Transaction Saras

En août 2024, Vitol B.V., acteur mondial du négoce d'énergie, a acquis auprès de la famille Moratti une participation de 35% dans Saras S.p.A., société propriétaire de la raffinerie de Sarroch, principal complexe de raffinage d'Italie et l'un des plus importants de la Méditerranée[161]. Cette transaction a été suivie du lancement d'une offre publique d'achat obligatoire sur le solde des actions de Saras S.p.A., conformément à la réglementation boursière italienne.

La valeur de l'Action, estimée par référence à cette transaction, a été déterminée comme suit :

Transaction Saras

En M€	EBITDA 2027e	EBITDA de Référence	
Multiple retenu	**5,8x**	**5,8x**	[a]
Agrégat de la Société	208,7	269,9	
(Coûts de couverture)	(35,8)	(35,8)	
Agrégat ajusté	**172,9**	**234,1**	[b]
Valeur d'Entreprise	**995,5**	**1 347,9**	
Dette Financière Nette Ajustée	(645,7)	(645,7)	
Prise en compte du BFR normatif	208,2	208,2	
Flux de trésorerie estimés sur le 2nd semestre 2026	207,0	207,0	
Valeur des capitaux propres	**764,9**	**1 117,4**	[c]
Nombre d'actions (M)	12,9	12,9	
Valeur par Action (€)	**59,5**	**86,9**	

(a) Détermination du multiple

La Valeur d'Entreprise de Saras au moment de la transaction a été déterminée à partir du prix par action retenu dans le cadre de l'offre publique et de la dette financière nette au 31 mars 2024 estimée à partir des informations publiques disponibles.

La transaction est intervenue dans un contexte de marché marqué par des marges de raffinage exceptionnellement élevées, à la suite du déclenchement du conflit russo-ukrainien. Les consensus des analystes disponibles à cette période anticipaient toutefois une normalisation progressive des conditions de marché à compter de 2025.

Dans ce contexte, nous avons privilégié l'EBITDA 2026[e] issu du consensus[162] des analystes suivant le titre Saras, considéré comme représentatif d'un niveau de rentabilité normatif, afin de déterminer le multiple transactionnel.

Sur cette base, le multiple de la transaction ressort à **5,8x l'EBITDA** du consensus.

[161] Située en Sardaigne, la raffinerie de Sarroch dispose d'une capacité de traitement d'environ 300.000 barils par jour et figure parmi les plus importants complexes de raffinage européens. Au-delà de l'activité de raffinage, Saras avait développé plusieurs activités complémentaires autour de la chaîne de valeur énergétique, susceptibles d'affecter les multiples exploités.
[162] Dernier consensus disponible à la date de la transaction.

(b) Agrégats retenus pour le Groupe

Nous avons appliqué ce multiple à :

- l'EBITDA 2027 du Plan d'Affaires Final, estimé dans un environnement de marché représentatif de conditions de milieu de cycle ;
- l'EBITDA de Référence, estimé à partir de la Marge Brute de Référence, sans prise en compte de l'érosion des marges attendue par la Direction dès 2027.

Préalablement à l'application du multiple, les niveaux d'EBITDA retenus ont été ajustés pour tenir compte du coût des couvertures associées au Contrat Citi.

(c) *Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres*

Afin de déterminer la valeur des capitaux propres et de l'Action, nous avons tenu compte :

- de la Dette Financière Nette Ajustée au 30 juin 2026 (645,7 M€) ;
- de l'écart entre le BFR au 30 juin 2026 et le BFR normatif (208,2 M€) ;
- des flux de trésorerie attendus sur le second semestre 2026 (207,0 M€).

La valeur des capitaux propres ressort selon cette méthode entre **764,9 M€** et **1.117,4 M€**, soit une valeur de l'Action comprise entre **59,5 €** et **86,9 €**.

3.3.5. Positionnement des valeurs de l'Action par rapport à l'Actif Net Comptable

L'actif net comptable consolidé (« **ANC** ») s'établit à 56,3 € par Action au 30 juin 2026.

L'ANC au 31 décembre 2026 a été estimé par la Direction, pour les besoins de nos travaux, sur la base des derniers éléments d'atterrissage dont elle disposait à la date de ces derniers. Cette estimation ressort à **72,9 € par Action**.

En neutralisant l'impact des variations de mark-to-market (« **MTM** ») liées au Contrat Citi[163], l'ANC estimé au 31 décembre 2026 ressort à **75,5 € par Action**.

Compte tenu de la forte volatilité des conditions de marché, ces estimations sont fournies à titre indicatif. Nos travaux sont toutefois fondés sur une approche d'évaluation multicritère, de sorte qu'une variation de l'ANC ne conduirait pas, à elle seule, à une remise en cause de notre appréciation de la valeur de l'Action.

Nous observons que l'ANC estimé au 31 décembre 2026 s'inscrit au-dessus de notre fourchette de valeurs estimées selon la méthode DCF dans le scénario de poursuite de l'exploitation[164], alors même que notre valorisation est effectuée sur la base :

- d'un coût du capital de 8,5%, significativement inférieur à celui retenu par la Société pour ses tests de dépréciation d'actifs (11%) ;

[163]Nous sommes d'avis que l'impact de ces variations est difficilement prévisible compte tenu de la forte volatilité des conditions de marché.
[164] Méthode de valorisation comparable à celle employée par la Direction dans le cadre de ses tests de dépréciation pour estimer la valeur recouvrable de ses immobilisations corporelles.

- d'un taux de décroissance perpétuelle compris entre 0% et 2%, hypothèse plus volontariste que celle retenue par la Direction pour ses tests de dépréciation d'actifs (décroissance annuelle de 5%).

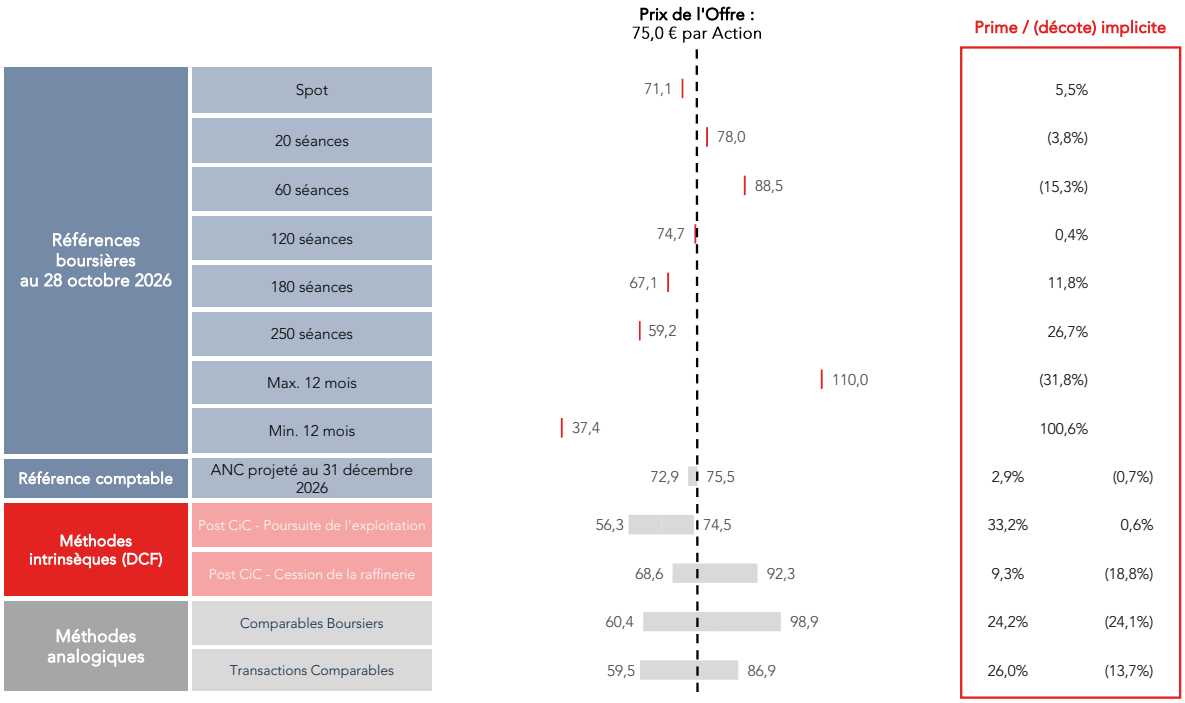
Ce constat s'explique essentiellement par le traitement du Contrat Citi :

- nous comprenons que la Direction intègre dans son estimation du coût du capital les effets de sa nouvelle structure financière, incluant les coûts associés au Contrat Citi. Elle minore par ailleurs la valeur actuelle des flux prévisionnels de trésorerie du montant du BFR hors stocks intermédiés, estimé à environ 540 M€ ;

- notre estimation du BFR normatif, incluant les stocks intermédiés, vient en déduction de notre estimation de la valeur actuelle des flux prévisionnels de trésorerie, à concurrence de 1,0 Md€ (§ 3.1.4.3). Nous retraitons également les flux prévisionnels de trésorerie du montant des coûts de couverture associés au Contrat Citi, considérant qu'en l'absence de portage des stocks, la Société demeurerait exposée au même risque de variation des prix du pétrole et pourrait être amenée à mettre en place des opérations de couverture similaires sur les marchés à terme (§ 3.3.2.5).

3.4. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Les valeurs de l'Action obtenues à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le graphe ci-dessous, qui mentionne également le niveau des primes ou des décotes induites par le Prix de l'Offre de **75,0 €**, sur l'ensemble des références et des méthodes d'évaluation que nous avons examinées et mises en œuvre :



Nous relevons que le Prix de l'Offre :

- extériorise une prime de 5,5% sur le cours spot à la Date de Référence, et dès lors permet aux Actionnaires Minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate à des conditions favorables par rapport à ce critère boursier. Compte tenu de la forte volatilité du cours de l'Action au cours des 12 mois précédant la Date de Référence, le

Prix de l'Offre extériorise des primes ou des décotes en fonction de la période observée ;

- extériorise une prime de 2,9% sur la borne basse et une décote de 0,7% sur la borne haute de l'ANC estimé au 31 décembre 2026, étant précisé que ces estimations demeurent soumises à plusieurs aléas dans un contexte de marché particulièrement volatil ;

- se situe au-dessus de la fourchette de valeurs obtenues selon la méthode DCF dans le scénario de poursuite de l'exploitation, lesquelles reflètent les perspectives d'activité et de rentabilité inscrites dans le Plan d'Affaires Final, et traduisent une création de valeur limitée au regard des capitaux durablement mobilisés dans le cycle d'exploitation, dans un contexte de contraction du marché européen du raffinage ;

- extériorise une prime de 9,3% sur la borne basse et une décote de 18,8% sur la borne haute des valeurs issues de la méthode DCF dans le scénario alternatif de cession à terme de la raffinerie. Ce dernier permet de capter le potentiel de valeur de la raffinerie pour un investisseur qui serait en mesure de limiter les effets de la décroissance attendue sur le marché européen du raffinage et/ou de réduire le montant des capitaux durablement mobilisés dans le cycle d'exploitation ;

- s'inscrit au centre de la fourchette des valeurs obtenues par référence aux Comparables Boursiers, avec une prime de 24,2% sur la borne basse et une décote de 24,1% sur la borne haute ;

- extériorise une prime de 26,0% et une décote de 13,7% par rapport respectivement aux bornes basse et haute des valeurs obtenues par la méthode de valorisation analogique par référence aux Transactions Comparables.

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

Nous avons analysé les travaux d'évaluation réalisés par BNP Paribas en sa qualité d'Établissement Présentateur de l'Offre, dont la synthèse est exposée dans le Projet de Note d'Information au chapitre des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre.

Les principales convergences ou divergences constatées dans le choix des références et méthodes d'évaluation, ainsi que dans leur mise en œuvre, peuvent se résumer comme suit.

4.1. Références boursières

Nous avons examiné le cours de bourse historique de l'Action et privilégions, en synthèse de l'Évaluation Multicritère, les références boursières au 28 octobre 2026, veille de l'annonce au marché du Prix de l'Offre[165].

L'Établissement Présentateur retient comme date de référence le 27 mai 2025[166], veille de l'entrée d'ExxonMobil et de NAF en négociations exclusives pour l'Acquisition du Bloc, et présente les cours au 28 octobre 2026 à titre indicatif.

Notre analyse de l'évolution du cours de l'Action depuis le 1er janvier 2020, période couvrant les dates de référence retenues respectivement par BNP Paribas et Ledouble, est présentée supra (§ 3.3.1.1).

4.2. Référence à l'Acquisition du Bloc

Le Prix Final du Bloc fait partie des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre retenus par l'Établissement Présentateur à titre principal.

Nous avons décidé d'écarter cette référence compte tenu, d'une part, de l'évolution significative de l'environnement de marché depuis l'Acquisition du Bloc et, d'autre part, de l'impact que les Accords et Opérations Connexes sont susceptibles d'avoir eu sur le Prix Final du Bloc (§ 3.2.1).

4.3. Valorisation intrinsèque

4.3.1. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres

L'Établissement Présentateur retient, dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe, des passifs nets pour un montant total de **371,6 M€**.

Ce montant peut être rapproché de la Dette Financière Nette Ajustée que nous avons déterminée (645,7 M€) (§ 3.1.4.1), minorée des provisions pour remise en état des sites[167] (138,6 M€) (§ 2.5.7) et de notre ajustement au titre du BFR normatif (208,2 M€) (§ 3.3.2.6), soit un montant net de **298,9 M€**.

[165] Pour rappel, l'Évaluation Multicritère est réalisée à la date d'émission du Rapport (§ 3.1.2).
[166] Au 27 mai 2025, les CMPV Retraités que nous avons calculés diffèrent des CMPV de l'Établissement Présentateur qui a ajusté les CMPV à cette date du mécanisme de ticking fee prévu par les parties dans le cadre de l'Acquisition du Bloc (§ 1.1). Les écarts résiduels relevés résultent des bases de données exploitées et de nos méthodologies de calcul respectives.
[167] Les provisions pour remise en état des sites, incluses dans la Dette Financière Nette Ajustée, sont prises en compte par l'Établissement Présentateur au niveau des flux prévisionnels de trésorerie.

Passage de la Valeur d'Entreprise aux capitaux propres

en M€	Ledouble	BNP Paribas	Ecart
Emprunts et dettes financières	888,1	888,1	-
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(172,8)	(172,8)	-
Endettement net comptable	**715,3**	**715,3**	**-**
Provisions	407,6	269,0	138,6
IDA sur provisions retraites	(65,4)	(69,5)	4,1
Titres de participation non consolidés	(267,0)	(210,1)	(56,9)
Actifs financiers non courants et courants	(144,8)	(125,1)	(19,7)
Ajustements	**(69,6)**	**(135,7)**	**66,1**
Dette financière nette ajustée	**645,7**	**579,6**	**66,1**
Prise en compte du BFR normatif	(208,2)	(208,2)	-
Neutralisation des provisions pour remise en état	(138,6)	-	(138,6)
Passage de la VE aux capitaux propres	**298,9**	**371,6**	**(72,6)**

Source : Projet de Note d'Information, analyses Ledouble

Nos positions respectives représentent un écart de **72,6 M€**, soit environ **5,7 € par Action**[168], résultant :

- des participations non consolidées, que nous avons valorisées à 267,0 M€ (§ 3.1.4.2), contre 210,1 M€ pour l'Établissement Présentateur, soit un écart de 56,9 M€ représentant 4,4 € par Action ;
- de la prise en compte par Ledouble du montant placé sous séquestre au titre du paiement des congés de fin de carrière, impliquant un écart de 19,7 M€, soit un écart de 1,5 € par Action ;
- d'autres écarts mineurs représentant -0,3 € par Action.

4.3.2. Comparaison de la valeur de l'Action dans le scénario de poursuite de l'exploitation

La valeur centrale de l'Action estimée par l'Établissement Présentateur selon la méthode DCF ressort, dans son scénario central, à **65,7 €.**

Cette valeur peut être comparée à l'Approche Post CiC 2026, que nous avons mise en œuvre dans le scénario de poursuite de l'exploitation, qui extériorise une valeur de l'Action comprise **entre 56,3 € et 74,5 €** (§ 3.3.2.12).

La valeur de l'Action estimée par l'Établissement Présentateur selon cette méthode s'inscrit au centre de notre fourchette de valeurs, étant précisé que :

- nous avons retenu un taux de décroissance perpétuelle compris entre 0% et 2%, tandis que l'Établissement Présentateur retient, en valeur centrale, un taux de décroissance annuelle égal à 2%. Sur la base de cette hypothèse et de notre coût du capital, la valeur de l'Action ressortirait à **59,5** € (§ 3.3.2.12) ;
- les écarts relevés dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres nous conduisent, toutes choses égales par ailleurs, à majorer la valeur de l'Action de **5,7** € (§ 4.3.1) ;

[168] Nos positions nous conduisent ainsi, toutes choses égales par ailleurs, à majorer la valeur de l'Action à hauteur de 5,7 € par Action.

- nous avons retenu un taux d'actualisation de 8,5% (§ 3.3.2.7), inférieur au taux de 10,5% retenu par l'Établissement Présentateur. L'écart est à considérer au regard du traitement des coûts de couverture associés au Contrat Citi, que nous avons intégrés dans les flux prévisionnels de trésorerie, tandis que l'Établissement Présentateur les appréhende au travers du coût de la dette. Le traitement que nous retenons conduit, toutes choses égales par ailleurs, à minorer la valeur de l'Action de **8,4 €** ;

- le traitement différencié des coûts de remise en état des sites[169] conduit à minorer notre estimation de la valeur de l'Action à concurrence de **3,7 €** par rapport à celle de l'Établissement Présentateur ;

- les autres différences relevées ont un impact plus marginal de **0,3 €** sur la valeur de l'Action.

4.4. Valorisation analogique par les comparables boursiers

L'Établissement présentateur a estimé la valeur de l'Action selon cette méthode dans un intervalle de **58,1 €** et **58,2 €**, qui s'inscrit en dessous de notre fourchette de valeurs comprises entre **60,4 €** et **98,9 €** (§ 3.3.3.5).

Au même titre que Ledouble, l'Établissement présentateur a privilégié les multiples issus des consensus 2029^{e} pour les comparables boursiers, les multiples 2027^{e} et 2028^{e} étant davantage affectés par la volatilité des résultats attendus.

Les écarts relevés résultent principalement :

- de la composition des échantillons respectifs de comparables boursiers [170], se traduisant par des multiples en retrait pour l'Établissement Présentateur[171] ;

- du fait que nous avons exploité les multiples d'EBITDA et d'EBIT (§ 3.3.3.3), tandis que l'Établissement Présentateur a privilégié les multiples d'EBITDA. Nos estimations de la valeur de l'Action sur la base des multiples d'EBITDA sont comprises entre **60,4 €** et **83,6 €** (§ 3.3.3.5) ;

- de notre choix d'appliquer les multiples aux agrégats du Plan d'Affaires Final ainsi qu'à l'EBITDA de Référence et à l'EBIT de Référence (§ 3.3.3.4), qui sous-tendent la borne haute de nos valeurs (§ 3.3.3.5) ;

- de la prise en compte par Ledouble des coûts de couverture associés au Contrat Citi, qui viennent minorer notre estimation de la valeur de l'Action.

[169] Les provisions pour remise en état des sites, incluses dans la Dette Financière Nette Ajustée, sont prises en compte par l'Établissement Présentateur au niveau des flux prévisionnels de trésorerie.
[170] À l'instar de Ledouble, l'Établissement Présentateur a retenu dans son échantillon les sociétés Tupras, Motor Oil et Helleniq Energy. Il a également inclus OMV, Galp Energia, Repsol, Orlen et MOL, que nous avons écartées en raison de leur positionnement différent au sein de la chaîne de valeur pétrolière. Enfin, l'Établissement Présentateur a conservé Bazan, société que nous avons exclue compte tenu d'une couverture par les analystes financiers jugée insuffisante.
[171] Le multiple moyen d'EBITDA 2029^{e} ressort à 6,5x dans notre échantillon (§ 3.3.3.3) contre 5,4x dans celui de l'Établissement Présentateur.

4.5. Valorisation analogique par les transactions comparables

Au même titre que Ledouble, l'Établissement Présentateur a valorisé l'Action par référence aux transactions de Fos-sur-Mer et de Saras.

4.5.1. Transaction Fos-sur-Mer

L'Établissement Présentateur a estimé la valeur de l'Action selon cette méthode à **68,9 €,** soit une valeur dans la fourchette de celles estimées par Ledouble selon la même méthode, comprises entre **66,9 €** et **71,0 €** (§ 3.3.4.1).

Bien que nos estimations de la valeur de l'Action selon cette méthode soient relativement proches, nous avons relevé plusieurs différences qui, prises isolément, ont un impact significatif sur la valeur de l'Action :

- l'Établissement Présentateur a retenu un multiple d'EDC égal à 2,9x, tandis que nous avons estimé ce multiple entre 2,9x et 3,3x (§ 3.3.4.1(b)) ;
- nous avons retenu le BFR au 30 juin 2026, en considérant dans l'approche une cession à terme des stocks, un recouvrement des créances et le règlement des dettes d'exploitation. L'Établissement Présentateur a retenu dans son calcul la valeur des stocks et a tenu compte par ailleurs d'un ajustement au titre du BFR normatif[172] ;
- à la différence de l'Établissement Présentateur, nous avons pris en compte dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres :
  - l'incidence des coûts de couverture associés au Contrat Citi[173] ;
  - les flux de trésorerie attendus sur le second semestre 2026 (§ 3.3.4.1)[174].

4.5.2. Transaction Saras

L'Établissement Présentateur a estimé la valeur de l'Action selon cette méthode à **65,6 €,** inscrit en bas de notre fourchette de valeurs comprises entre **59,5 €** et **86,9 €** (§ 3.3.4.2).

Ces résultats ne peuvent être comparés, l'Établissement Présentateur ayant valorisé l'Action sur la base d'un multiple d'EDC tandis que notre approche est fondée sur un multiple d'EBITDA[175].

[172] Cette différence vient minorer l'estimation de la valeur de l'Action de l'Établissement Présentateur à concurrence de 5,1 € par Action.
[173] Cette différence vient minorer notre estimation de la valeur de l'Action à concurrence de 24,3 € par Action.
[174] Cette différence vient majorer notre estimation de la valeur de l'Action à hauteur de 16,1 € par Action.
[175] À la différence de la transaction de Fos-sur-Mer qui portait sur une cession d'actifs, la transaction Saras portait sur des titres. Dès lors, nous avons été en mesure de déterminer directement des multiples d'EBITDA.

4.6. Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation

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

Synthèse de la comparaison

€/Action	Ledouble			BNP Paribas		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Prix de l'Offre		75,0			75,0	
Références boursières						
	Au 28 octobre 2026			Au 27 mai 2025		
Spot		71,1			39,1	
20 séances		78,0			37,5	
60 séances		88,5			28,7	
120 séances		74,7			21,0	
180 séances		67,1			14,2	
250 séances		59,2			n.a.	
Max. 12 mois		110,0			86,2	
Min. 12 mois		37,4			n.a.	
ANC						
Actif net comptable projeté	72,9		75,5			
Référence transactionnelle						
Acquisition du bloc					26,2	
Approches intrinsèques						
DCF - Scénario central	56,3		74,5	61,4	65,7	70,7
DCF - Scénario illustratif				54,7	57,8	61,3
DCF - Cession de la raffinerie	68,6		92,3			
Approches analogiques						
Comparables boursiers	60,4		98,9	58,1		58,2
Transactions Comparables	59,5		86,9	65,6		68,9

5. Analyse des Accords et Opérations Connexes[176]

Dans le cadre de notre examen des Accords et Opérations Connexes, nous avons pris connaissance :

- de la Promesse Unilatérale d'Achat et du Contrat d'Acquisition (§ 5.1) ;
- du Contrat de Crédit (§ 5.2) ;
- des conventions de prestations de services entre la Société et l'Initiateur (§ 5.3) ;
- des opérations de cession préalables à l'Acquisition du Bloc (§ 5.4) ;
- des Accords Commerciaux (§ 5.5) ;
- des droits d'usage des informations techniques et marques (§ 5.6) ;
- du Contrat Citi (§ 5.7).

La synthèse de notre analyse des Accords et Opérations Connexes est présentée infra (§ 5.8).

Il n'a été porté à notre connaissance aucun autre accord susceptible d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre et nous n'en avons pas identifié.

5.1. Promesse Unilatérale d'Achat et Contrat d'Acquisition

Le 24 septembre 2025, ExxonMobil et NAF ont conclu le Contrat d'Acquisition à l'issue d'un processus d'enchères compétitif (§ 5.1.1). Le Contrat d'Acquisition porte sur l'Acquisition du Bloc (§ 5.1.2) et l'acquisition des titres EMCF (§ 5.1.3).

5.1.1. Processus d'enchères compétitif initié par ExxonMobil

Nous avons pris connaissance :

- du processus d'enchères compétitif initié par ExxonMobil en 2024, en ce compris le mémorandum transmis aux candidats potentiels ainsi que les offres engageantes et non-engageantes reçues par ExxonMobil ;
- de la Promesse Unilatérale d'Achat consentie au terme de ce processus par NAF à ExxonMobil.

À l'issue de nos diligences, nous relevons que :

- du point de vue financier, l'offre transmise par l'Initiateur[177] dans le cadre du processus d'enchères pour l'Acquisition du Bloc nous semble être la mieux-disante ;
- la négociation des Accords Commerciaux et des autres Accords et Opérations Connexes ayant été engagée en amont de l'Acquisition du Bloc, ces derniers sont

[176] Ledouble a conclu un accord de confidentialité avec ExxonMobil afin d'obtenir certaines informations nécessaires à l'accomplissement de la Mission. En raison des engagements pris vis-à-vis d'ExxonMobil, certaines informations portées à notre connaissance ne peuvent être reproduites dans le présent rapport.
[177] Par le biais du fonds d'investissement contrôlant NAF.

susceptibles d'avoir affecté le prix proposé par les candidats acquéreurs potentiels pour l'Acquisition du Bloc.

Compte tenu de ce qui précède, ainsi que de l'évolution significative de l'environnement de marché postérieurement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc (§ 2.2.5), nous avons considéré que le Prix Final du Bloc qui sous-tendait le Prix de l'Offre Initial (§ 5.1.2), ne constituait pas une référence pertinente dans le cadre de notre appréciation de la valeur de l'Action (§ 3.2.1).

Nous n'avons toutefois relevé aucune disposition dans la Promesse Unilatérale d'Achat ou dans le Contrat d'Acquisition remettant en cause notre appréciation du caractère équitable du Prix de l'Offre.

5.1.2. Acquisition du Bloc

L'Acquisition du Bloc a été finalisée le 28 novembre 2025, sur la base d'un prix de **26,19 €** par Action, déterminé comme suit :

Détail du prix par Action pour l'Acquisition de Bloc

€ par Action	
Prix de base	32,83
Locked-Box Cash	116,36
Prix avant ajustements	**149,19**
(Dividendes Exceptionnels)	(113,21)
(Ajustement de la valeur du stock)	(11,01)
+Ajustement forfaitaire	1,23
Ajustements pré-closing	**(123,00)**
Prix d'acquisition unitaire	**26,19 €**

Source : Société, Projet de Note d'Information, analyses Ledouble

Le Prix Final du Bloc correspond à la somme :

- du prix initial de 149,19 € par Action :
  - prix de base de 422 M€, soit 32,83 € par Action[178] ;
  - majoré de la trésorerie du Groupe au 31 décembre 2024 (« **Date de la Locked Box** ») [179] d'un montant de 1.496 M€ (« **Locked Box Cash** »), soit 116,36 € par Action ;
- des ajustements pré-closing, ayant minoré le prix initial à concurrence de 123,00 €, comprenant :
  - les Dividendes Exceptionnels dont le versement est intervenu entre la Date de la Locked Box et la finalisation de l'Acquisition du Bloc, pour un montant total de 113,21 € par Action ;

[178] Le prix de base est rapporté aux 12.854.578 actions composant le capital de la Société (§ 1.2).
[179] Date de référence retenue par les parties dans le cadre des négociations pour la mise en place du mécanisme de locked box.

- la baisse de la valeur des stocks de pétrole brut et de certains produits pétroliers de la Société, intervenue entre la Date de la Locked Box et le transfert de propriété des stocks[180], représentant 11,01 € par Action ;

- un ajustement forfaitaire de 1,23 €, les parties étant convenues en amont du closing d'arrêter le prix final à 26,19 € en cas de finalisation de la transaction le 28 novembre 2025.

Le Prix de l'Offre Initial de 28,93 € avait été fixé par transparence avec le Prix Final du Bloc, la différence résultant de certains passifs sociaux venus en déduction du Prix Final du Bloc.

5.1.3. Acquisition des titres EMCF

5.1.3.1. *Contexte de l'acquisition des titres EMCF*

Affiliée historiquement à ExxonMobil et cliente du Groupe, EMCF, renommée North Atlantic Chemical (« **NAC** »), est une société sœur de NAE[181]. Elle opère depuis le site de Gravenchon, avec des équipes commerciales et de support à Nanterre et Port-Jérôme-sur-Seine. Ses activités chimiques couvrent historiquement la production, la commercialisation et la vente de produits issus des unités de vapocraquage (oléfines), des unités de polymères (polyéthylène, polypropylène) et des intermédiaires (fluides techniques, alcools industriels, plastifiants).

Les pertes financières significatives enregistrées par EMCF et l'absence de perspectives de redressement, telles qu'appréciées par la direction d'ExxonMobil pour les activités de chimie de base, de polyéthylène et de polypropylène, ont conduit au projet d'arrêt du vapocraqueur et de certaines unités aval d'EMCF initié en 2024.

L'arrêt définitif du vapocraqueur et la fermeture des unités aval ont été annoncés par EMCF le 11 avril 2024 et ont pris effet le 30 septembre 2024. La restructuration a entraîné la suppression d'emplois aux bornes d'ExxonMobil en France.

Le périmètre des activités de NAC a également été affecté par la transaction conclue entre North Atlantic et ExxonMobil, les activités de commercialisation des intermédiaires ainsi que celles du polyéthylène, du polypropylène, des élastomères et des résines, ayant été séparées du reste des activités et transférées à ExxonMobil conformément aux dispositions du Contrat d'Acquisition.

Les activités restantes consistent à transformer certains flux issus du raffinage en produits chimiques à plus forte valeur ajoutée, notamment pour la fabrication d'additifs lubrifiants et d'intermédiaires utilisés dans l'industrie.

Des accords commerciaux ont également été mis en place entre NAE, NAC et ExxonMobil, de sorte que NAC continue à produire et à vendre les produits chimiques concernés à ExxonMobil, qui assurera ensuite leur commercialisation. La direction de NAC considère que ces ventes devraient générer à l'avenir des résultats stables et positifs.

[180] Conformément aux dispositions du Contrat d'Acquisition, le montant de l'ajustement a été arrêté à une date proche de celle du transfert effectif des stocks.
[181] Le capital de NAC est détenu en totalité par North Atlantic France.

5.1.3.2. *Augmentations de capital intervenues avant l'acquisition des titres EMCF*

Sur la période 2023-2025, NAC a enregistré des résultats nets négatifs, représentant une perte nette cumulée d'environ 1,1 Md€[182].

En 2024 et 2025, ExxonMobil[183] a procédé à cinq augmentations de capital pour un montant total d'environ 1,1 Md€[184], en vue d'apurer les pertes antérieures, de financer l'activité, d'assainir la situation financière nette de NAC et de couvrir certains passifs identifiés par les parties au Contrat d'Acquisition.

Au 31 décembre 2025, les capitaux propres comptables de NAC s'élevaient à 79 M€ et la trésorerie disponible s'établissait à 95 M€.

5.1.3.3. *Prix d'acquisition des titres EMCF et perspectives d'activité et de rentabilité*

Les titres EMCF ont été cédés pour une valeur symbolique de 1 €, étant précisé que :

- le périmètre repris par le groupe North Atlantic est significativement réduit par rapport à celui exploité historiquement par ExxonMobil (§ 5.1.3.1) ;
- la société a été recapitalisée au moment du changement de contrôle pour couvrir les passifs identifiés par les parties au Contrat d'Acquisition (§ 5.1.3.2) ;
- l'arrêt des installations, la restructuration des effectifs et la mise hors énergie du site ont été achevés en amont du changement de contrôle.

La direction de NAC anticipe un résultat opérationnel positif dès 2026 et des flux de trésorerie positifs à partir de 2027. La cession des titres NAC pour une valeur symbolique de 1 € témoigne néanmoins du niveau d'incertitude qui entourait, à la date de la transaction, les perspectives de redressement et la trajectoire future de la société. Cette incertitude résulte notamment de l'absence d'historique représentatif du périmètre d'activité résiduel, des pertes enregistrées avant la cession, de la modification du périmètre et du modèle opérationnel de la société, ainsi que de la difficulté à apprécier ex ante l'effet des nouveaux contrats mis en place dans le cadre de la réorganisation et le niveau effectif des économies de coûts susceptibles d'être réalisées après le changement de contrôle.

Les cessions des titres NAC et NAE ont formé un ensemble contractuel unique et indissociable, soumis à des conditions suspensives communes et à un mécanisme de réalisation simultanée lors du closing.

En l'absence de données comptables et de gestion récentes à la date d'émission du Rapport, nous ne sommes pas en mesure d'appréhender la situation économique et financière actuelle de NAC. La Direction nous a toutefois transmis une estimation des capitaux propres comptables de NAC au 31 décembre 2026, qui fait apparaître une situation nette positive. Nous n'avons par ailleurs identifié aucun élément permettant de considérer que les modalités de cession des titres EMCF et/ou que la valeur attribuée à ces titres ont eu une incidence significative sur le Prix Final du Bloc. Nous relevons en outre que les engagements pris par

[182] Respectivement 515 M€, 486 M€ et 151 M€ sur les exercices 2023, 2024 et 2025.
[183] Par l'intermédiaire d'ExxonMobil France Holding.
[184] Deux augmentations de capital intervenues en 2024 pour un total de 468 M€ et trois augmentations de capital en 2025 pour un total de 676 M€.

ExxonMobil lors de la signature du Contrat d'Acquisition ainsi que les opérations de recapitalisation mises en œuvre préalablement au closing sont de nature à réduire le risque que les conditions de cession d'EMCF aient affecté les modalités financières de l'Acquisition du Bloc.

5.2. Contrat de Crédit

Nous avons pris connaissance du Contrat de Crédit conclu dans le cadre du financement de l'Acquisition du Bloc et des titres EMCF détenus par ExxonMobil.

À l'issue de notre examen, nous relevons que :

- la créance résultant du Contrat de Crédit a été transférée à ExxonMobil, de sorte que le financement présente, d'un point de vue économique et financier, des caractéristiques proches de celles d'un crédit vendeur qui aurait été consenti par ExxonMobil à l'Initiateur ;

- le contrat porte sur un montant principal de 200 M€. Ses conditions de rémunération[185] peuvent être observées pour des émetteurs de catégorie spéculative (non-investment grade), et sont à relier au nouveau statut de raffineur indépendant de la Société, au caractère cyclique et non diversifié de son activité ainsi qu'à la structure financière du Groupe à l'issue des distributions de Dividendes Exceptionnels intervenues avant le changement de contrôle ;

- le Groupe ne fait pas l'objet d'une notation par une agence de rating indépendante, de sorte que nous ne sommes pas en mesure de comparer de manière précise les conditions de financement obtenues par l'Initiateur avec celles accordées à des émetteurs disposant du même rating ;

- le Contrat de Crédit a toutefois fait l'objet d'une mise en concurrence avec des solutions de financement alternatives qui auraient conduit à un coût comparable pour l'Initiateur ;

- les engagements pris par NAF en tant qu'emprunteur et les sûretés consenties au bénéfice d'ExxonMobil[186], en qualité de prêteur, nous paraissent relever des pratiques habituellement observées dans le cadre d'opérations de financement d'acquisition similaires.

Sur la base des informations mises à notre disposition, nous n'avons pas identifié dans le Contrat de Crédit de disposition conférant à ExxonMobil un avantage économique qui excéderait les droits habituellement consentis à un prêteur intervenant dans une opération de financement présentant des caractéristiques comparables.

[185] En raison des engagements de confidentialité pris vis-à-vis d'ExxonMobil, nous ne sommes pas en mesure de détailler les conditions de rémunération du Contrat de Crédit. Les principales caractéristiques sont mentionnées dans le Projet de Note d'Information porté à notre connaissance.
[186] Incluant notamment les titres de la Société.

5.3. Conventions de prestations de services

Nous avons examiné les conventions de prestations de services conclues réciproquement entre la Société et l'Initiateur.

S'agissant des prestations facturées par l'Initiateur à la Société, nous relevons que les montants sont inférieurs à ceux historiquement facturés par ExxonMobil au travers de mécanismes d'allocation intragroupe, en raison, d'une part, de la réduction des coûts de structure et, d'autre part, de l'évolution des modalités de refacturation, le coût des services fournis par ExxonMobil étant désormais en partie intégré dans les Accords Commerciaux (§ 5.5).

Les prestations réalisées par la Société au bénéfice de l'Initiateur sont facturées selon les mêmes modalités.

Nous n'avons ainsi pas identifié, dans les conventions de prestations de services, d'éléments de nature à remettre en cause notre appréciation du caractère équitable du Prix de l'Offre.

5.4. Opérations de cession préalables à l'Acquisition du Bloc

5.4.1. Cession du fonds de commerce lubrifiants et spécialités

Préalablement à l'Acquisition du Bloc, la Société a cédé à ExxonMobil [187] le fonds de commerce attaché à l'activité de commercialisation de produits de spécialités[188].

Le contrat conclu entre les parties précise que le prix de cession a été déterminé en tenant compte de :

- la résiliation attendue, à la date du changement de contrôle, d'un contrat conclu historiquement avec ExxonMobil, qui permettait jusqu'alors à la Société d'utiliser certains droits de propriété intellectuelle industrielle et informations techniques nécessaires à la fabrication des produits ;
- l'affiliation historique de certains clients transférés à ExxonMobil ;
- la revendication par ExxonMobil de la détention de certains droits de propriété intellectuelle, qui étaient enregistrés et utilisés par la Société pour la commercialisation des produits.

Le fonds de commerce a été cédé pour un montant total de 8 M€, dont 5 M€ au titre de la clientèle transférée et 3 M€ pour l'inventaire. La valeur retenue par les parties pour les actifs transférés appelle de notre part les commentaires suivants :

- les parties ont considéré que la clientèle transférée ne disposait pas d'une valeur autonome indépendante des droits de propriété intellectuelle et technologies détenus par ExxonMobil, dès lors que l'activité ne pouvait être poursuivie dans les mêmes conditions sans ces droits ;

[187] Le contrat de cession a été conclu entre Esso S.A.F. en qualité de cédant et ExxonMobil Petroleum & Chemical B.V. (« **EMPC** ») en qualité de cessionnaire.
[188] Comprenant les lubrifiants finis, les huiles de base, les cires, les huiles blanches, les graisses, la clientèle associée, certains contrats clients et fournisseurs, les stocks ainsi que différentes marques et droits de propriété intellectuelle liés à cette activité.

- les stocks ont été valorisés selon une logique de valeur de marché à la date de transfert ;

- les marques incluses dans le fonds de commerce ont été valorisées selon la méthode des redevances. La faible valeur attribuée aux marques transférées s'explique par le volume restreint associé aux lubrifiants commercialisés sous ces marques, et le fait que les parties considèrent historiquement que l'activité repose avant tout sur les actifs propriétés d'ExxonMobil.

En dépit du lien historique étroit de l'activité transférée à ExxonMobil, tenant notamment à l'origine de certaines relations clients, à l'utilisation de technologies ExxonMobil et au fait que certaines marques, bien qu'enregistrées au nom de la Société, s'inscrivaient dans le portefeuille de marques et l'organisation historique d'ExxonMobil, nous relevons que l'activité cédée à EMPC était exercée depuis une longue période par Esso S.A.F. et contribuait, à ce titre, à la génération d'un courant d'affaires récurrent avec la clientèle transférée, qui ne semble pas avoir été pris en compte dans le prix négocié entre les parties.

Nous relevons toutefois que la Société et ExxonMobil ont conclu, préalablement à la date du changement de contrôle, un accord transactionnel prévoyant le versement d'une indemnité, destinée à régler certains griefs ou réclamations potentiels liés aux conséquences du changement de contrôle sur l'activité de l'unité de mélange de lubrifiants.

À l'issue de nos diligences, nous sommes d'avis que les modalités de cession du fonds de commerce lubrifiants et spécialités ne remettent pas en cause notre appréciation du caractère équitable du Prix de l'Offre.

5.4.2. Cession de marques et droits de propriété intellectuelle

La vente à ExxonMobil de certaines marques et autres droits de propriété intellectuelle d'Esso S.A.F., pour un montant total de 20 M€, couvre 51 marques et noms de domaine relatifs principalement à l'activité carburants, dont 10 marques considérées comme actives et 41 marques considérées comme non actives[189].

À l'issue de notre examen des accords, nous relevons que :

- la Société a conclu en parallèle un contrat de redevance de marque pour lui permettre de continuer à utiliser les marques ExxonMobil (dont la marque ESSO) en France pendant une durée de 10 ans à compter du changement de contrôle ;

- le chiffre d'affaires du Groupe est généré historiquement en grande partie à partir de marques et droits de propriété intellectuelle détenus par ExxonMobil ;

- les marques actives ont été valorisées selon la méthode des redevances[190], consistant à déterminer la valeur des marques à partir des redevances qu'un exploitant indépendant aurait théoriquement dû verser pour leur utilisation. Cette méthode repose sur l'identification des revenus attribuables aux marques cédées [191], la détermination d'un taux de redevance approprié puis l'actualisation des flux correspondants ;

[189] La Société a par ailleurs cédé les marques associées à la commercialisation de produits de spécialité (§ 5.4.1).
[190] En raison des engagements de confidentialité pris vis-à-vis d'ExxonMobil, nous ne sommes pas en mesure de détailler les paramètres ayant servi de base à la valorisation des marques.
[191] Ont notamment été exclues du périmètre les activités Aviation et Marine, Car B2C et une part significative des activités Car B2B, dont les revenus associés reposent sur des marques européennes détenues par ExxonMobil Corporation. Les marques associées aux produits de spécialité ont été valorisées distinctement (§ 5.4.2).

- les marques non actives ont quant à elles été valorisées selon une approche par les coûts de remplacement et contribuent marginalement à la valeur globale.

Nous relevons que :

- la méthodologie utilisée est conforme aux pratiques habituellement observées pour l'évaluation d'actifs incorporels de cette nature. Nous n'avons toutefois pas été en mesure de vérifier certains ajustements ayant permis d'estimer le chiffre d'affaires normatif attribuable aux marques, certaines données de gestion étant historiquement suivies au niveau d'ExxonMobil[192] ;

- le taux de redevance appliqué se situe dans la borne basse du benchmark établi pour les besoins de l'opération de cession des marques, et conduit à une estimation prudente de la valeur des marques transférées. Ce choix peut s'expliquer par le fait qu'une part importante des produits concernés est revendue sous d'autres marques avant leur commercialisation auprès du client final.

Compte tenu de ce qui précède, nous ne sommes pas en mesure de vérifier que les conditions auxquelles ont été réalisées la cession des marques et des droits de propriété intellectuelle n'ont pas eu d'impact sur le Prix Final du Bloc. À l'issue de nos diligences, qui ont porté à la fois sur les modalités de cession des marques et sur les modalités de rémunération des droits d'usage couvrant un périmètre plus large[193] (§ 5.6.4), nous sommes toutefois d'avis que les modalités de cession ne remettent pas en cause notre appréciation du caractère équitable du Prix de l'Offre.

5.5. Accords Commerciaux

Après avoir rappelé la nature et le contexte dans lequel les Accords Commerciaux ont été conclus (§ 5.5.1), nous précisons la durée (§ 5.5.2) ainsi que l'impact attendu de ces accords sur la marge opérationnelle du Groupe (§ 5.5.3).

5.5.1. Remarques liminaires

Entre septembre et novembre 2025, la Société a conclu avec ExxonMobil plusieurs accords[194] dans le but d'assurer la continuité opérationnelle de la Société et de lui permettre de fonctionner de manière autonome à l'issue de l'Acquisition du Bloc. La liste de ces accords est rappelée ci-après[195] :

[192] La Direction nous a confirmé l'estimation retenue dans le cadre de la valorisation des marques transférées.
[193] Dans les réponses apportées aux questions écrites des actionnaires lors de l'assemblée générale du 24 juin 2026, la Société a indiqué que « au moins 85% des marques utilisées en station-service sont la propriété exclusive d'*ExxonMobil. Sans ces marques, North Atlantic Energies ne pourrait proposer ni services de vente de carburant,* ni boutique en station, ni programmes de fidélisation, car les enregistrements de la marque ESSO au nom de North Atlantic Energies ne couvrent pas ces éléments ».
[194] Ces accords ont été soumis à la procédure des conventions réglementées et autorisées à ce titre par le Conseil d'Administration en date du 17 septembre 2025.
[195] Les conventions liées à (i) la cession du fonds de commerce lubrifiants et spécialités, ainsi qu'à (ii) la cession de marques et de certains droits de propriété intellectuelle et à (iii) la mise en place d'une redevance de marque entre la Société et ExxonMobil, sont présentées ci-avant (§ 5.4). Ces trois conventions ont également été approuvées par le Conseil d'Administration du 17 septembre 2025.

Liste des Accords Commerciaux

Désignation	Relation	Produits concernés	Intérêt pour la Société
B&W Offtake	Vente	Huiles de base et paraffines (Base Oils & Waxes)	Sécuriser un débouché pour la vente des productions d'huiles de base et de paraffines, produits de spécialités à forte valeur ajoutée
White Oils Offtake	Vente	Huiles blanches	Sécuriser un débouché pour la vente de l'intégralité de la production d'huiles blanches (white oils)
LOBP Blend Pack	Vente	Lubrifiants et graisses issus de l'usine de mélange (Lubricants Oil Blending Plant)	Sécuriser des volumes de vente de lubrifiants et graisses pour l'usine de mélange de lubrifiants
RBHC Offtake	Vente	Reformed Benzene Heart Cut (RBHC)	Sécuriser la vente de la production de benzène RBHC
LAO / PAO Buy-Sell	Achat & Vente	Linear Alpha Oléfine (LAO) et Poly Alpha Oléfine (PAO)	Sécuriser la vente de la production de PAO fabriquée à partir de la LAO
Crude Oil Supply Agreement (COSA)	Achat intermédié	Pétrole brut	Sécuriser les approvisionnements en pétrole brut dans le cadre du contrat de cession et de portage des stocks
Product Supply Agreement (PSA)	Achat intermédié	Carburants	Sécuriser les approvisionnements de carburants de la Société dans le cadre du contrat de cession et de portage des stocks
Product Offtake and Biofuels Supply Agreement (POBSA)	Achat & Vente	Bio composants et biocarburants	Sécuriser les approvisionnements et les débouchés pour la commercialisation des biocarburants

Source : Société

Compte tenu du contexte dans lequel est intervenu la signature des Accords Commerciaux, les conventions afférentes ont été soumises à la procédure des conventions réglementées.

Notre appréciation de l'incidence des Accords Commerciaux se fonde sur :

- notre prise de connaissance du déroulement des négociations intervenues dans le cadre du processus de vente concurrentiel, ayant conduit à la signature des Accords Commerciaux et à l'Acquisition du Bloc ;
- notre examen des principales dispositions prévues par les Accords Commerciaux ;
- les échanges que nous avons eus avec la Société au sujet de ces accords ;
- les informations dont les membres du Conseil d'Administration disposaient au moment de l'examen des conventions et préalablement à leur approbation, ainsi que sur les analyses complémentaires réalisées, à notre demande, et portant notamment sur l'impact du passage des anciens aux nouveaux contrats sur la marge.

Nous relevons que :

- le Conseil d'Administration a approuvé les conventions réglementées en date du 17 septembre 2025 ;
- les Accords Commerciaux conditionnant l'activité du Groupe, leur négociation a été engagée en amont de l'Acquisition du Bloc et leur contenu a été arrêté dans des versions quasi-définitives approuvées par les parties, dites agreed forms, auxquelles le Contrat d'Acquisition fait référence[196] ;
- les Accords Commerciaux ne couvrent pas certains produits qui étaient auparavant commercialisés par le Groupe, et dont les formulations appartenaient à ExxonMobil (§ 5.4.1) ;

[196] Les Accords Commerciaux ont fait l'objet d'ajustements entre la date de signature du Contrat d'Acquisition et la finalisation de l'Acquisition du Bloc.

- la conclusion des Accords Commerciaux a permis d'assurer la continuité opérationnelle du site de Gravenchon et de sécuriser les approvisionnements du Groupe ainsi qu'une partie des débouchés pour la commercialisation de ses produits, sur une période plus ou moins longue en fonction des produits.

- ExxonMobil est parvenue à négocier des conditions de renouvellement et de résiliation plus souples, lui conférant une meilleure maîtrise de la durée effective des contrats (§ 5.5.2) ;

- les conditions auxquelles ont été conclus les Accords Commerciaux apparaissent moins favorables que celles qui étaient en vigueur avant le changement de contrôle (§ 5.5.3).

5.5.2. Durée des Accords Commerciaux

Nous avons pris connaissance, pour chacun des Accords Commerciaux, de leur durée initiale, de la durée maximale convenue entre les parties ainsi que de la durée sur laquelle la Société est engagée en cas de renouvellement décidé par ExxonMobil[197].

L'examen de la durée des Accords Commerciaux appelle de notre part les commentaires suivants :

- les contrats ont été conclus pour une durée initiale variable pouvant aller jusqu'à 5 ans, avec des options de renouvellement pouvant porter la durée de certains contrats jusqu'à 15 ans ;

- le renouvellement de certains contrats requiert un accord mutuel entre les parties, tandis que d'autres peuvent être renouvelés unilatéralement par ExxonMobil, sans l'accord de la Société, allongeant de facto la durée de son engagement ;

- certains Accords Commerciaux prévoient des droits de résiliation et de renouvellement pour ExxonMobil, lui permettant à l'avenir d'ajuster à la hausse ou à la baisse la durée effective des contrats.

5.5.3. Incidence des Accords Commerciaux sur la marge opérationnelle

Le contrat d'approvisionnement en pétrole brut (COSA) et les contrats d'enlèvement et d'approvisionnement en carburants et biocarburants (PSA / POBSA) ont fait l'objet d'un processus concurrentiel impliquant plusieurs sociétés de courtage, l'Acquisition du Bloc n'ayant pas été conditionnée par la conclusion de ces contrats avec ExxonMobil. À l'issue de ce processus, North Atlantic a décidé de conclure un contrat avec ExxonMobil à des conditions commerciales jugées au moins aussi avantageuses que celles proposées par d'autres acteurs du marché.

Ces contrats prévoient par ailleurs plusieurs dispositions visant à garantir à la Société des conditions commerciales au moins aussi favorables que celles disponibles sur le marché :

- le COSA repose sur le principe d'une exclusivité consentie à ExxonMobil. Le contrat prévoit toutefois un mécanisme de trade-away permettant à la Société, sous certaines conditions, d'exiger l'acquisition de cargaisons alternatives ;

[197] En raison des engagements de confidentialité pris vis-à-vis d'ExxonMobil, nous ne sommes pas en mesure de communiquer ou de commenter l'ensemble de ces informations.

- le COSA prévoit également des dispositions assimilables à un mécanisme de type Most Favored Nations, ExxonMobil s'engageant à veiller à ce que le Groupe soit approvisionné selon des modalités[198] qui ne soient pas moins favorables que celles qu'il propose à ses filiales ou à ses autres clients ;

- ExxonMobil constitue le fournisseur ou l'acheteur privilégié dans le cadre du PSA et du POBSA. En cas de désaccord des parties sur la prime applicable[199], les parties peuvent recourir à un processus secondaire (fallback), consistant à déterminer la prime via un panel de courtiers. Dans le cas où ExxonMobil refuse de recourir au mécanisme de fallback, la Société est libre de vendre (ou d'acheter) les volumes concernés auprès de tiers[200].

Les Accords Commerciaux concernant l'enlèvement des produits raffinés ont été négociés dans le cadre du processus d'Acquisition du Bloc et, à notre connaissance, n'ont pas fait l'objet d'une mise en concurrence. Les conditions auxquelles ont été conclus les Accords Commerciaux apparaissent moins favorables que celles qui étaient en vigueur avant le changement de contrôle, étant précisé que :

- la Société a consenti à ExxonMobil des clauses d'exclusivité ou un statut d'acheteur / fournisseur privilégié, tandis qu'ExxonMobil reste libre de s'approvisionner ailleurs ;

- ExxonMobil peut réduire unilatéralement le volume commandé sur certains contrats sans engager sa responsabilité ni l'exclusivité qui lui a été consentie, tandis que la Société supporte des pénalités en cas de défaut de livraison.

La Direction a estimé l'incidence du changement des conditions commerciales sur la rentabilité du Groupe, en appliquant les nouvelles modalités contractuelles aux volumes et conditions de marché observés historiquement.

L'analyse comparative des marges a également été mise en regard de l'impact du changement de contrôle sur le fonctionnement du Groupe et l'évolution des relations commerciales avec ExxonMobil (§ 2.4). Les éléments mis à notre disposition par la Société et les représentants de l'Initiateur tendent à montrer que la dégradation de la marge résulterait principalement de l'évolution des modalités contractuelles de rémunération de services, technologies ou actifs incorporels fournis par ExxonMobil.

Nous observons toutefois que les coûts historiquement supportés par la Société au titre de ses relations avec ExxonMobil étaient majoritairement refacturés au travers de mécanismes globaux d'allocations intragroupe. En l'absence, d'une part, d'une ventilation détaillée et vérifiable des allocations intragroupe historiquement facturées par ExxonMobil et, d'autre part, de la possibilité d'isoler l'impact des services fournis par ExxonMobil dans la formation des prix retenus dans les nouveaux Accords Commerciaux[201], nous ne sommes pas en mesure d'identifier et de chiffrer de manière fiable la part des coûts historiques qui serait désormais intégrée dans les mécanismes de prix de ces accords.

Nous avons par conséquent écarté la référence au Prix Final du Bloc dans notre Évaluation Multicritère.

---

[198] Considérées dans leur ensemble sur une base annuelle.
[199] La prime désigne l'ajustement de prix appliqué au-dessus ou en dessous d'un indice de marché (Platts, Argus, NYMEX / ICE...) pour déterminer le prix final du produit physique.
[200] Directement ou par l'intermédiaire de l'établissement bancaire dans le cadre du PSA.
[201] À ce titre, nous rappelons que l'Initiateur ne disposait pas des anciens contrats lors de la négociation des Accords Commerciaux.

Bien que les Accords Commerciaux soient susceptibles d'avoir eu un impact négatif significatif sur la marge opérationnelle du Groupe, nous rappelons que la trajectoire du Plan d'Affaires Final prévoit globalement un impact annuel net positif des effets du changement de contrôle sur la marge opérationnelle, compris entre 21 M€ et 42 M€ sur la Période Explicite (§ 3.3.2.4). Dès lors, les modalités des Accords Commerciaux ne remettent pas en cause notre appréciation du caractère équitable du Prix de l'Offre.

5.6. Droits d'usage des informations techniques et marques

Les parties ont conclu les accords suivants :

- accord de licence de technologie de raffinage et chimie[202] (§ 5.6.1) ;
- accord d'assistance technique[203] (§ 5.6.2) ;
- accord de confidentialité (§ 5.6.3)
- accord de droit d'usage des marques (§ 5.6.4).

5.6.1. Accord de licence de technologie de raffinage et de chimie

L'accord de licence de technologie de raffinage et de chimie[204], annexé au Contrat d'Acquisition dans une agreed form, vise à organiser la poursuite de l'exploitation des actifs raffinage et chimiques après le changement de contrôle.

Le contrat accorde aux sociétés acquises (NAE et NAC) des droits d'utilisation sur les technologies, procédés et documentations nécessaires à l'exploitation des installations concernées. En contrepartie, ExxonMobil conserve la propriété intellectuelle, bénéficie de protections contractuelles et perçoit une rémunération.

Nous n'avons identifié dans ce contrat aucune disposition susceptible de remettre en cause notre appréciation du caractère équitable du Prix de l'Offre.

5.6.2. Accord d'assistance technique

L'accord d'assistance technique[205], annexé au Contrat d'Acquisition dans une agreed form, complète le Refining and Chemical Technology Agreement. Son objet est de permettre l'accès à certaines documentations techniques, outils, guides, modules de formation et informations complémentaires qui ne sont pas couverts par le contrat principal.

Nous n'avons identifié dans ce contrat aucune disposition susceptible de remettre en cause notre appréciation du caractère équitable du Prix de l'Offre.

[202] Refining and Chemical Technology Agreement.
[203] Technical Information Assistance Agreement.
[204] Accord conclu avec ExxonMobil Technology and Engineering Company (EMTEC).
[205] Accord conclu avec ExxonMobil Catalysts and Licensing LLC (EMCL).

5.6.3. Accord de confidentialité

En lien avec les contrats commerciaux conclus concomitamment à l'Acquisition du Bloc, la Société a conclu avec ExxonMobil[206] un accord de confidentialité encadrant la mise à disposition par ExxonMobil de certaines informations techniques.

Ces informations comprennent notamment des formulations, spécifications, procédés de fabrication, méthodes de mélange, exigences relatives à l'intégrité des produits ainsi que certaines informations techniques associées aux produits concernés.

Les informations techniques demeurent la propriété d'ExxonMobil et ne peuvent être utilisées à d'autres fins ni communiquées à des tiers sans l'accord préalable d'ExxonMobil, sous réserve de certaines exceptions usuelles.

Le droit d'utiliser ces informations prend fin à l'expiration ou à la résiliation des contrats commerciaux auxquels elles se rapportent. Cet accord illustre la dépendance de certaines activités transférées à des technologies, procédés et savoir-faire demeurant la propriété d'ExxonMobil.

5.6.4. Droit d'usage des marques

La Société a conclu avec ExxonMobil[207] un contrat visant à encadrer l'utilisation des marques Esso et d'autres marques associées détenues ou licenciées par ExxonMobil.

Ce contrat confère au titulaire une licence exclusive[208] d'utilisation de ces marques pour l'exploitation des stations-service sous enseigne Esso, les activités de distribution de carburants ainsi que certaines activités de vente en gros et activités commerciales accessoires autorisées en France et à Monaco.

Le contrat est conclu pour une durée de dix ans à compter de sa date d'entrée en vigueur. Il prévoit que le titulaire bénéficie uniquement d'un droit d'usage des marques, lesquelles demeurent la propriété exclusive d'ExxonMobil. L'utilisation des marques est strictement limitée aux activités autorisées et doit respecter les standards d'image, les spécifications produits et les règles d'exploitation définis par ExxonMobil.

En contrepartie de cette licence, le titulaire verse à ExxonMobil une redevance annuelle de marque de 10 M€. Le contrat prévoit également certains mécanismes d'ajustement de cette redevance dans des circonstances spécifiques liées à l'évolution de l'activité du réseau.

Le contrat prévoit enfin qu'en cas de résiliation ou d'expiration, le titulaire devra notamment procéder au retrait complet des marques ExxonMobil et Esso de l'ensemble du réseau concerné (« debranding »), et cesser toute utilisation des marques.

À l'issue de notre examen de l'accord, nous relevons que :

- ce contrat permet la poursuite de l'exploitation du réseau sous enseigne Esso après la réalisation de l'opération tout en confirmant que les droits de propriété intellectuelle sur les marques demeurent intégralement détenus par ExxonMobil, l'acquéreur ne

[206] ExxonMobil Technology and Engineering Company.
[207] ExxonMobil Petroleum & Chemical B.V.
[208] L'exclusivité peut être remise en cause par ExxonMobil en cas de baisse significative de l'activité rattachée aux marques objet de la licence.

bénéficiant que d'un droit d'utilisation contractuel limité dans le temps et assorti d'obligations opérationnelles et financières ;

- la redevance annuelle rémunère un ensemble de droits, comprenant le droit d'utiliser la marque Esso, la commercialisation de carburants « Esso Branded Fuel Products », l'utilisation des marques et supports marketing associés, la participation aux programmes Esso Card et Reciprocity Card, la possibilité d'ajouter de nouveaux points de vente sous enseigne Esso et l'accès aux matériels marketing et au savoir-faire commercial du réseau ;

- les parties se sont engagées à renégocier de bonne foi la redevance dans le cas où les volumes de vente de l'activité de distribution de carburants sous marque enregistreraient une variation significative, à la hausse ou à la baisse ;

- la majeure partie du coût de la redevance annuelle devrait être compensée par les redevances facturées par le Groupe à des opérateurs indépendants du réseau de stations-service sous marque Esso auxquels la Société concède l'utilisation de la marque.

5.6.5. Synthèse sur les accords conclus au titre des droits d'usage des accords techniques et marques

En définitive, nous n'avons pas identifié, dans les accords relatifs aux droits d'usage des informations techniques et des marques, de dispositions susceptibles de remettre en cause notre appréciation du caractère équitable du Prix de l'Offre.

5.7. Contrat Citi

La Société a conclu avec un établissement bancaire un contrat de cession et de portage de ses stocks de pétrole brut et de certains produits pétroliers, entré en vigueur le 1er octobre 2025. Ce contrat, conclu pour une durée de 35 mois[209], permet de financer la majorité des stocks du Groupe, le portage étant complété par une facilité de paiement[210]. La Société conserve une obligation de rachat des stocks à l'échéance du contrat[211].

Dans le cadre de ce dispositif, la banque se substitue à la Société pour l'achat du pétrole brut auprès d'ExxonMobil via des contrats d'achat dédiés. Les flux physiques (brut importé, produits raffinés et volumes achetés auprès de tiers) sont intégrés au dispositif de portage dès leur injection dans les installations. Au fur et à mesure que la raffinerie consomme du brut ou que la Société retire des produits pour ses besoins commerciaux, les volumes correspondants sont facturés par la banque à la Société selon des formules de prix indexées sur les cotations de marché.

Pour neutraliser l'exposition de la banque aux variations de prix, un dispositif de couverture est mis en place afin de neutraliser l'exposition de la banque aux fluctuations des prix des stocks dont elle est propriétaire[212].

[209] Soit jusqu'en septembre 2028.
[210] La facilité de paiement est sécurisée par certains actifs incluant des créances commerciales cédées à titre de garantie et des comptes bancaires nantis au bénéfice de l'établissement bancaire.
[211] La juste valeur de l'obligation de rachat des stocks et des coûts associés au terme du contrat figure dans les passifs financiers à la clôture de l'exercice. L'échéance du contrat est susceptible d'être modifiée en cas de prolongation ou de résiliation anticipée selon les dispositions prévues au contrat.
[212] La couverture est structurée autour d'un socle permanent de couverture (Base Layer) pour chaque catégorie de produits, qui correspond à un volume de référence, déterminé contractuellement, sur lequel la banque maintient

Conformément aux dispositions du contrat, l'établissement bancaire facture au Groupe :

- d'une part, les coûts liés au portage des stocks transférés ;
- d'autre part, le résultat des opérations de couverture mises en place afin de neutraliser l'exposition de la banque aux fluctuations des prix des stocks dont elle est propriétaire[213].

Le contrat prévoit un règlement mensuel unique entre les parties, qui solde toutes les positions physiques et financières entre les parties[214].

Dans le cadre de l'Évaluation Multicritère, nous avons :

- considéré que les charges de financement des stocks étaient déjà prises en compte implicitement dans notre calcul du coût du capital[215] (§ 3.3.2.5) ;
- ajusté le Plan d'Affaires Final pour tenir compte des coûts liés aux opérations de couverture mises en place[216]. Nous relevons en effet que ces opérations de couverture ont pour objet de neutraliser le risque économique inhérent à la détention des stocks. En l'absence de portage des stocks, la Société demeurerait exposée au même risque de variation des prix du pétrole et pourrait être amenée à mettre en place des opérations de couverture similaires sur les marchés à terme[217].

Ce contrat a été conclu avec un établissement bancaire, après avoir fait l'objet d'une mise en concurrence et d'une étude de solutions alternatives de financement.

Ainsi, nous sommes d'avis que la conclusion du Contrat Citi, nonobstant le coût significatif actuellement supporté par le Groupe dans un contexte de marché volatil et de prix élevé du pétrole, n'est pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du Prix de l'Offre.

---

en continu des positions de marché destinées à refléter la valeur économique des stocks qu'elle détient. Par ailleurs, la Société peut, en fonction de ses anticipations de production ou de ses besoins opérationnels, demander la mise en place de couvertures additionnelles, dites Flex Layer, permettant d'ajuster le niveau global de couverture aux variations des volumes effectivement portés au cours du mois. L'ensemble de ces positions de couverture fait l'objet d'une valorisation quotidienne, reflétant l'évolution des marchés pétroliers. Les variations de valeur ainsi constatées sont agrégées dans un mark-to-market (MTM) mensuel, qui mesure l'écart entre la valeur théorique des stocks couverts et la valeur des positions de marché correspondantes. Le MTM est intégré dans le règlement financier mensuel entre les parties, de sorte que la banque couvre son exposition aux fluctuations de prix.

[213] En application des normes IFRS, les stocks continuent à être reconnus à l'actif du bilan, avec en contrepartie un passif financier correspondant à l'obligation de rachat des stocks.

[214] Achats et ventes de brut et de produits, ajustements de volumes (true-ups), résultats des couvertures, coûts de financement et frais contractuels.

[215] Nous avons privilégié la méthode directe qui consiste à calculer le coût du capital à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise. Pour mémoire, il est d'usage de considérer que la structure de financement d'une entreprise n'a pas d'incidence significative sur sa valeur et sur son coût moyen pondéré du capital.

[216] La couverture contre le risque de baisse de la valeur des stocks de pétrole nécessite le renouvellement d'une position short de futures. La courbe des futures sur le marché pétrolier présente habituellement une pente en backwardation, qui résulte de la valeur économique (convenience yield) liée à la détention physique des stocks (sécurité d'approvisionnement, flexibilité opérationnelle, valeur stratégique des stocks). Dès lors, le renouvellement des positions de couverture se traduit par une espérance de coût positive.

[217] Dans le cadre du Contrat Citi, le Groupe rachète les stocks selon ses besoins opérationnels à un prix indexé sur le marché du jour et n'est donc pas exposé au risque de variation de prix des stocks.

5.8. Synthèse de l'analyse des Accords et Opérations Connexes

L'Acquisition du Bloc s'inscrit dans un contexte particulier, caractérisé par les liens historiques entre le Groupe et ExxonMobil, la réorganisation préalable de certaines activités, la négociation concomitante de multiples accords ayant permis d'assurer la continuité opérationnelle du site de Gravenchon, la cession concomitante des titres EMCF, ainsi que le maintien de relations d'affaires significatives entre les parties après le changement de contrôle.

À l'issue de nos diligences :

- nous avons considéré que le Prix Final du Bloc qui sous-tendait le Prix de l'Offre Initial ne constituait pas une référence pertinente dans le cadre de notre appréciation de la valeur de l'Action. Nous n'avons toutefois relevé aucune disposition dans la Promesse Unilatérale d'Achat ou dans le Contrat d'Acquisition remettant en cause notre appréciation du caractère équitable du Prix de l'Offre ;

- nous n'avons pas identifié d'élément permettant de considérer que les modalités de cession des titres EMCF ou la valeur attribuée à ces titres ont eu une incidence significative sur le Prix Final du Bloc ;

- nous n'avons pas identifié dans le Contrat de Crédit de dispositions conférant à ExxonMobil un avantage économique qui excéderait les droits habituellement consentis à un prêteur intervenant dans une opération de financement présentant des caractéristiques comparables ;

- nous n'avons pas identifié, dans les conventions de prestations de services, d'éléments de nature à remettre en cause notre appréciation du caractère équitable du Prix de l'Offre ;

- nous sommes d'avis que les modalités de cession des marques ainsi que du fonds de commerce lubrifiants et spécialités ne remettent pas en cause notre appréciation du caractère équitable du Prix de l'Offre ;

- nous n'avons pas identifié, dans les accords relatifs aux droits d'usage des informations techniques et des marques, de dispositions susceptibles de remettre en cause notre appréciation du caractère équitable du Prix de l'Offre ;

- nous soulignons que le Contrat Citi a fait l'objet d'une mise en concurrence, n'ayant pas permis d'identifier des solutions de financement alternatives à des conditions plus favorables pour le Groupe ;

- nous considérons que les Accords Commerciaux sont susceptibles d'avoir affecté négativement le Prix Final du Bloc, étant précisé que :

    - compte tenu de l'évolution des modalités de rémunération de services fournis par ExxonMobil, nous n'avons pas été en mesure de chiffrer de manière fiable l'impact des Accords Commerciaux sur la rentabilité du Groupe, qui pourrait être significatif au regard du volume d'affaires concerné ;

    - la conclusion des Accords Commerciaux a permis d'assurer à la Société une continuité opérationnelle et un fonctionnement autonome à l'issue de l'Acquisition du Bloc ;

- la trajectoire du Plan d'Affaires Final prévoit globalement un impact annuel net positif des effets du changement de contrôle sur la marge opérationnelle.

À l'issue de notre examen des Accords et Opérations Connexes, nous n'avons pas identifié de disposition de nature à remettre en cause notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre.

6. Observations formulées par des Actionnaires Minoritaires

Nous avons relayé le communiqué de presse faisant part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant dès le 13 octobre 2025 sur notre site d'informations.

Des observations nous ont été adressées par courrier et par mail par des Actionnaires Minoritaires. Nous avons examiné et apprécié, au regard des conditions financières de l'Offre, les arguments d'ordre financier[218] qui ont été portés à notre connaissance.

Les sujets portés à notre attention, qui concernent la Mission et sont susceptibles d'avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre, sont repris ci-après avec les réponses que nous y avons apportées.

6.1. Incidence des modalités du processus de cession de la participation d'ExxonMobil au capital de la Société sur notre appréciation de la valeur de l'Action

Comme indiqué supra (§ 5.1.1), nous avons pris connaissance du processus d'enchères compétitif initié par ExxonMobil en 2024 et consulté notamment le mémorandum transmis aux candidats potentiels ainsi que les offres engageantes et non-engageantes reçues par ExxonMobil.

Nous avons relevé que, du point de vue financier, l'offre transmise par l'Initiateur pour l'Acquisition du Bloc dans le cadre du processus d'enchères nous semble être la mieux-disante.

Nous rappelons toutefois, en synthèse de notre analyse des Accords et Opérations Connexes (§ 5.8), que l'Acquisition du Bloc s'inscrit dans un contexte particulier, caractérisé par les liens historiques entre le Groupe et ExxonMobil, la réorganisation préalable de certaines activités, la négociation concomitante de multiples accords ayant permis d'assurer la continuité opérationnelle du site de Gravenchon, la cession concomitante des titres EMCF ainsi que le maintien de relations d'affaires significatives entre les parties après le changement de contrôle.

Dans la mesure où leur négociation a été engagée en amont de l'Acquisition du Bloc, les Accords et Opérations Connexes sont susceptibles d'avoir affecté le prix proposé par les candidats acquéreurs potentiels pour l'Acquisition du Bloc.

Compte tenu de ce qui précède, ainsi que de l'évolution significative de l'environnement de marché postérieurement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, nous avons considéré que le Prix Final du Bloc ne constituait pas une référence pertinente pour notre appréciation de la valeur de l'Action (§ 3.2.1 et § 5.8).

L'Évaluation Multicritère est réalisée à la date d'émission du Rapport (§ 3.1.2). Nous avons toutefois examiné les différentes prévisions établies par la Direction depuis 2024, et avons ainsi été en mesure de porter un regard critique sur l'évolution de la trajectoire et d'appréhender l'incidence du changement de contrôle sur la valeur de l'Action (§ 3.3.2.10 et § 3.3.2.11).

[218] Aux termes de l'article 262-1 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* ».

6.2. Incidence de la convention de cession et de portage des stocks sur nos travaux de valorisation

Notre examen du Contrat Citi, ainsi que de son incidence sur nos travaux d'évaluation, est présenté supra (§ 5.7).

Des questions spécifiques nous ont par ailleurs été posées sur l'incidence de ce contrat sur :

- le besoin en fonds de roulement du Groupe ;
- une éventuelle diminution de l'exposition aux variations de marché, susceptible de justifier un ajustement du taux d'actualisation.

6.2.1. Incidence du contrat sur le besoin en fonds de roulement du Groupe

Nous rappelons que depuis le changement de contrôle, le Groupe, en sa qualité de raffineur indépendant, ne bénéficie plus de l'adossement financier ni de la qualité de signature d'ExxonMobil, ce qui l'a conduit à mettre en place un financement externe pour couvrir une partie de son besoin en fonds de roulement (§ 2.5.5).

Nous estimons que le changement de contrôle et le nouveau statut de raffineur indépendant induisent un besoin de financement additionnel compris entre 478 M€ et 570 M€, nous ayant conduit à estimer le BFR normatif, incluant les stocks intermédiés, à environ 1,0 Md€ après changement de contrôle (§ 3.1.4.3).

6.2.2. Incidence du contrat sur le risque économique supporté par le Groupe et le taux d'actualisation retenu

Historiquement, le Groupe bénéficiait du soutien financier d'ExxonMobil, dont l'assise financière permettait d'absorber les variations des prix du pétrole affectant la valeur des stocks.

Les opérations de couverture mises en place dans le cadre du Contrat Citi visent à neutraliser l'exposition de la banque aux fluctuations des prix des stocks dont elle est propriétaire (§ 5.7).

Dans le cadre de ses tests de dépréciation d'actifs, la Direction a révisé à la hausse le taux d'actualisation, en le portant de 8% à 11% à la suite du changement de contrôle, pour tenir compte de la nouvelle structure financière. La trajectoire utilisée par la Société pour ses tests de dépréciation exclut en revanche les coûts associés au Contrat Citi.

Dans nos travaux, nous avons privilégié l'approche consistant à intégrer dans les flux prévisionnels de trésorerie les coûts associés aux opérations de couverture[219]. En effet, nous considérons qu'en l'absence du dispositif de portage, la Société demeurerait exposée au risque de variation des prix du pétrole et pourrait être conduite à mettre en œuvre des mécanismes de couverture présentant un coût économique comparable.

Notre estimation du coût du capital nous conduit ainsi à retenir un taux d'actualisation égal à 8,5% (§ 3.3.2.7), proche du taux retenu historiquement par le Groupe.

[219] Nous considérons par ailleurs que les charges de financement de l'inventaire sont déjà prises en compte implicitement dans notre calcul du taux d'actualisation (§ 3.3.2.5).

6.3. Incidence des conventions historiques et des Accords Commerciaux sur nos travaux de valorisation

Il ne nous appartient pas de nous prononcer sur les conventions historiques, conclues entre Esso S.A.F. et ExxonMobil, lesquelles ont fait l'objet d'une action en justice engagée en 2021 par plusieurs Actionnaires Minoritaires. Comme indiqué par le Groupe dans sa communication financière annuelle, nous rappelons qu'en mai 2025, les actionnaires à l'origine de l'action en justice et le Groupe ont mis définitivement fin au litige d'un commun accord.

L'Évaluation Multicritère étant réalisée à la date d'émission du Rapport (§ 3.1.2), nos approches d'évaluation prennent en compte les effets du changement de contrôle, en ce compris l'incidence des Accords Commerciaux.

Nous rappelons à ce titre que :

- les Accords Commerciaux devraient avoir un impact négatif sur la marge opérationnelle du Groupe, que nous n'avons pas été en mesure de chiffrer (§ 5.5.3) ;
- la trajectoire du Plan d'Affaires Final table toutefois au global sur un impact annuel net positif des effets du changement de contrôle sur la marge opérationnelle, compris entre 21 M€ et 42 M€ sur la Période Explicite (§ 3.3.2.4).

La baisse de notre estimation de la valeur de l'Action entre l'Approche Pré CiC et l'Approche Post CiC Milieu de Cycle s'explique essentiellement par le fait que les économies de coûts attendues à l'issue du changement de contrôle sont insuffisantes pour compenser l'impact (i) de l'augmentation du BFR normatif résultant du nouveau statut de raffineur indépendant de la Société et (ii) des coûts de couverture associés au Contrat Citi (§ 3.3.2.11).

6.4. Incidence de l'évolution des marges de raffinage depuis l'Acquisition du Bloc

L'Évaluation Multicritère étant réalisée à la date d'émission du Rapport (§ 3.1.2), nous avons tenu compte de l'incidence de l'évolution des marges de raffinage sur la valeur de l'Action.

La Dette Financière Nette Ajustée, déterminée par référence aux comptes consolidés au 30 juin 2026, permet de tenir compte de l'impact des marges de raffinage générées par le Groupe au premier semestre 2026.

Le Plan d'Affaires Final intègre par ailleurs la dernière révision budgétaire de la Direction réalisée en octobre 2026. Nous nous sommes en outre assurés, à la date d'émission du Rapport, que les estimations retenues pour l'exercice 2026 demeuraient cohérentes avec les dernières données de marché disponibles.

Au-delà de l'exercice 2026, le Plan d'Affaires Final repose sur une trajectoire dite de milieu de cycle. Compte tenu de la forte volatilité des marges de raffinage et de l'alternance de périodes de marges élevées et de périodes de marges plus faibles, nous sommes d'avis que :

- ce choix méthodologique est pertinent pour apprécier la valeur actuelle de l'Action ;
- l'observation, à court terme, de marges de raffinage supérieures à la Marge Brute de Référence ne conduirait pas, à elle seule, à remettre en cause notre appréciation de la valeur de l'Action.

6.5. Prise en compte des caractéristiques de la raffinerie de Gravenchon et de sa capacité à se démarquer dans l'environnement concurrentiel

Dans un contexte de décroissance structurelle de la demande européenne de produits pétroliers et de réduction attendue des capacités de raffinage en Europe, la qualité et le positionnement compétitif de la raffinerie de Gravenchon nous conduisent à considérer qu'elle figure parmi les sites capables de faire face aux premières vagues de rationalisation des capacités européennes.

Sa complexité et sa flexibilité devraient lui permettre de s'adapter à l'évolution de la demande et du mix produit et ainsi de compenser, au moins partiellement, les effets de la contraction attendue du marché européen.

Cette appréciation est reflétée dans notre Évaluation Multicritère. En particulier :

- nos approches de valorisation intrinsèque incluent :
  - un scénario de poursuite de l'exploitation de la raffinerie, avec une hypothèse de stabilité ou de légère décroissance des flux prévisionnels de trésorerie au-delà de la Période Explicite (§ 3.3.2.4), en dépit de la forte contraction attendue du marché européen du raffinage (§ 2.2.4 et 3.3.2.8) ;
  - un scénario de cession de la raffinerie en fin de Période Explicite avec, en borne haute, une hypothèse de cession à un prix déterminé par référence à celui perçu par le Groupe lors de la cession de la raffinerie de Fos-sur-Mer, que nous avons ajusté pour tenir compte des caractéristiques propres au site de Gravenchon (§ 3.3.2.9).
- nos estimations de la valeur de l'Action selon la méthode de valorisation analogique par les Comparables Boursiers reposent, en borne haute, sur l'application des multiples aux marges d'EBITDA et d'EBIT déterminées à partir de la Marge Brute de Référence, sans prise en compte de l'érosion attendue par la Direction sur la Période Explicite (§ 3.3.3.4) ;
- nos estimations de la valeur de l'Action fondées sur la transaction de Fos-sur-Mer tiennent compte d'un ajustement au titre du différentiel de taille et de complexité entre les raffineries de Fos-sur-Mer et de Gravenchon (§ 3.3.4.1).

6.6. Prise en compte des participations non consolidées dans nos travaux de valorisation

Notre estimation de la valeur des participations non consolidées est exposée supra (§ 3.1.4.2).

La valeur totale de ces participations, estimée à 267 M€, est prise en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (§ 3.1.4.2).

6.7. Incidence de la dépréciation des actifs corporels au 31 décembre 2025

Il ne nous appartient pas de nous prononcer sur le bien-fondé des dépréciations constatées dans les comptes de la Société.

Nous relevons que la Société a apporté des réponses aux questions écrites d'actionnaires lors de l'Assemblée générale du 24 juin 2026, relatives à la dépréciation de 206 M€, en précisant notamment que celle-ci résultait principalement de l'augmentation de son coût du capital.

Nous rappelons que nos travaux sont fondés sur une approche d'évaluation multicritère, de sorte qu'une variation de l'ANC ne conduirait pas, à elle seule, à une remise en cause de notre appréciation de la valeur de l'Action.

Notre analyse du positionnement de nos valeurs par rapport à l'ANC estimé au 31 décembre 2026 est restituée supra (§ 3.3.5).

6.8. Incidence des actions ut singuli engagées par le concert Allan Green

Nous avons pris connaissance des actions ut singuli engagées par le concert Allan Green à l'encontre de M. Charles Amyot, Président du Conseil d'Administration et Directeur Général de la Société, portant notamment sur des griefs relatifs à la gestion de la Société et aux relations intragroupe.

À ce stade, le tribunal ne s'est pas prononcé sur le fond.

Nous sommes d'avis que les informations mises à notre disposition ne permettent pas de justifier à ce jour un ajustement de l'Évaluation Multicritère au titre de ces actions, et ne remettent pas en cause notre appréciation du caractère équitable du Prix de l'Offre.

6.9. Examen de valeurs de l'Action estimées par un Actionnaire Minoritaire

Nous avons pris connaissance des estimations de valeurs de l'Action qui nous ont été transmises par un Actionnaire Minoritaire, fondées sur des multiples d'EBITDA et de résultat net.

Son estimation de la valeur de l'Action fondée sur un multiple d'EBITDA ressort à **95 €**. À l'issue de notre examen de cette estimation, nous relevons que :

- les multiples d'EBITDA que nous avons retenus dans nos approches de valorisation analogique encadrent le multiple retenu par l'Actionnaire Minoritaire[220] ;
- l'estimation communiquée par l'Actionnaire Minoritaire semble résulter d'un calcul basé sur la marge d'EBITDA 2027 qu'il estime à environ 200 M€, soit un montant inférieur à l'estimation retenue par la Direction dans le Plan d'Affaires Final ainsi qu'aux agrégats auxquels nous avons appliqué les multiples issus des Comparables Boursiers ;
- l'Actionnaire Minoritaire ne semble en revanche pas tenir compte de la dette financière nette du Groupe. À ce titre, nous soulignons que la Dette Financière Nette Ajustée ainsi que l'ajustement que nous avons effectué au titre du BFR normatif viennent minorer notre estimation de la valeur de l'Action à concurrence de 34 €[221] ;

[220] Multiple de 6 fois la marge d'EBITDA.
[221] La Dette Financière Nette Ajustée s'élève à 645,7 M€, soit environ 50 € par Action. L'écart entre le BFR au 30 juin 2026 (1.208,2 M€) et notre estimation du BFR normatif (1.000 M€), soit 208,2 M€ (environ 16 € par Action), vient en déduction.

- en outre, l'Actionnaire Minoritaire ne semble pas tenir compte des coûts de couverture associés au Contrat Citi, qui viennent également minorer notre estimation de la valeur de l'Action.

Son estimation de la valeur de l'Action fondée sur un multiple de résultat net ressort à 120 €. Nous rappelons que nous avons écarté les multiples de résultat net (§ 3.3.3.3). Nous relevons néanmoins que l'estimation communiquée par l'Actionnaire Minoritaire est basée sur :

- un PER de 4x, pour lequel nous ne disposons pas du détail de calcul ;
- l'application du multiple à un résultat net de 30 € par Action, soit environ 385 M€.

Nous constatons que tant le multiple retenu, que le niveau de résultat auquel il est appliqué, reflètent des conditions de marché observées en haut de cycle. Compte tenu des biais liés à la forte volatilité des marges de raffinage, nous considérons que cette estimation ne saurait constituer une base fiable pour apprécier la valeur de l'Action.

6.10. Examen d'un rapport d'évaluation réalisé par un expert financier

Nous avons pris connaissance d'un rapport d'évaluation des titres de la Société établi par un expert financier en date du 27 février 2025, ainsi que de son actualisation en date du 18 novembre 2025.

Les résultats de ces travaux d'évaluation ne peuvent être directement rapprochés de nos résultats compte tenu de l'évolution ultérieure de l'environnement de marché. Par ailleurs, les travaux de l'expert ont été réalisés sur la base des seules informations publiques disponibles à la date de son rapport, tandis que notre Évaluation Multicritère intègre des informations internes au Groupe, en ce compris le Plan d'Affaires Final et les informations relatives aux Accords et Opérations Connexes.

Nous avons néanmoins cherché à rationaliser les écarts de valeurs :

- l'expert financier présente, à titre principal, des fourchettes de valeurs comprises entre 70 € et 130 € par Action[222]. Nous relevons que les bornes hautes de cette fourchette reposent sur des approches de valorisation analogique fondées sur une estimation de l'EBITDA ajusté 2025 égale à 395 M€, éloignée de l'EBITDA ajusté publié en 2025 par la Société (179 M€) ainsi que de l'EBITDA de Référence retenu dans nos travaux[223] ;
- les autres valeurs présentées par l'expert financier se situent principalement entre 70 € et 80 € par Action. Bien que nos approches de valorisation diffèrent, nous constatons que ces valeurs, déterminées dans un environnement économique comparable à celui retenu dans l'Approche Pré-CiC (§ 3.3.2.2), se recoupent avec notre estimation de la valeur de l'Action effectuée dans ce contexte (§ 3.3.2.10)[224].

À ce titre, nous rappelons que les économies de coûts attendues à l'issue du changement de contrôle sont insuffisantes pour compenser l'impact de l'augmentation du BFR normatif résultant du nouveau statut de raffineur indépendant de la Société et des coûts de couverture associés au Contrat Citi (§ 3.3.2.11). Ces effets, qui affectent la valeur actuelle de l'Action, n'ont pas été intégrés dans les travaux de l'expert financier.

[222] Valeurs retraitées des Dividendes Exceptionnels
[223] 269,9 M€ avant coûts de couverture et 234,1 M€ après coûts de couverture.
[224] La formation de la valeur de l'Action diffère également puisque l'expert retient pour les participations non consolidées une valeur totale de 370 M€, soit un écart de 103 M€ par rapport à notre estimation (267 M€).

7. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.5.1), nous nous sommes attachés à vérifier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, au regard de :

- notre estimation de la valeur de l'Action à l'issue de l'Évaluation Multicritère ;
- notre examen des Accords et Opérations Connexes.

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 Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions.

Le Prix de l'Offre extériorise une prime significative par rapport au Prix Final du Bloc accepté par ExxonMobil à l'issue d'un processus de vente concurrentiel. L'Acquisition du Bloc s'inscrit toutefois dans un contexte particulier, caractérisé par les liens historiques entre le Groupe et ExxonMobil, la réorganisation préalable de certaines activités, la négociation concomitante de multiples accords ayant permis d'assurer la continuité opérationnelle du site de Gravenchon, la cession concomitante des titres EMCF, ainsi que le maintien de relations d'affaires significatives entre les parties après le changement de contrôle.

Compte tenu de ce qui précède, ainsi que de l'évolution significative de l'environnement de marché postérieurement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, nous avons considéré que le Prix Final du Bloc ne constituait pas une référence pertinente dans le cadre de notre appréciation de la valeur de l'Action (§ 3.2.1).

À l'issue de nos diligences, nous relevons que :

- les raffineries européennes, confrontées à un marché en contraction et à une forte pression sur les marges, devront engager des adaptations plus profondes que leurs homologues américains et asiatiques (§ 2.2.4). La raffinerie de Gravenchon figure parmi les sites capables de faire face aux premières vagues de rationalisation des capacités européennes (§ 3.3.2.4) ;
- les économies de coûts attendues à l'issue du changement de contrôle sont insuffisantes pour compenser l'impact de l'augmentation du BFR normatif, inhérente au nouveau statut de raffineur indépendant sous lequel évolue désormais le Groupe, ainsi que des coûts de couverture associés au Contrat Citi (§ 3.3.2.11) ;
- le Prix de l'Offre se situe au-dessus de la fourchette de valeurs obtenues selon la méthode DCF dans le scénario de poursuite de l'exploitation. La réalisation des perspectives d'activité et de rentabilité inscrites dans le Plan d'Affaires Final se traduirait par une création de valeur limitée au regard des capitaux durablement mobilisés dans le cycle d'exploitation, dans un contexte de contraction du marché européen du raffinage (§ 3.3.2.12) ;
- à l'inverse, le Prix de l'Offre apparaît en retrait par rapport à certaines de nos estimations de la valeur de l'Action, qui reflètent le point de vue d'un investisseur qui serait en mesure de limiter les effets de la décroissance attendue sur le marché européen du raffinage et/ou d'abaisser le montant des capitaux durablement mobilisés dans le cycle d'exploitation (§ 3.3.2.12 et 3.3.3.5).

L'Offre permet aux Actionnaires Minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix supérieur au cours de bourse spot observé à la Date de Référence. Le Prix de l'Offre s'inscrit dans les différentes fourchettes de valeurs estimées et de références examinées, et extériorise des primes ou des décotes en fonction des scénarios modélisés et des hypothèses retenues (§ 3.4).

Les Accords et Opérations Connexes, dont la négociation a été engagée en amont de l'Acquisition du Bloc, sont susceptibles d'avoir affecté le prix proposé par les candidats acquéreurs potentiels et d'avoir ainsi eu une incidence sur le Prix Final du Bloc qui sous-tendait le Prix de l'Offre Initial. Les Accords et Opérations Connexes n'emportent toutefois pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre (§ 5.8).

Nous avons examiné les observations et les questions qui nous ont été adressées par des Actionnaires Minoritaires sur les termes de l'Offre et y avons apporté les réponses que nous avons jugé utiles en complément de nos travaux (§ 6).

8. Conclusion

Au vu de l'ensemble des éléments d'appréciation résumés en synthèse (§ 7), et à l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous concluons au caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre.

Nous n'avons pas identifié dans les Accords et Opérations Connexes de disposition de nature à remettre en cause notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre.

Paris, le 25 novembre 2026

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT	Romain DELAFONT
Présidente, Associée	Directeur Général, Associé

ANNEXES

- Lettre de mission et avenant — 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 récentes réalisées par Ledouble — Annexe 7
- Présentation des Comparables Boursiers — Annexe 8
- Performances et multiples des Comparables Boursiers — Annexe 9
- Principes de la revue qualité — Annexe 10

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION ET AVENANT

Esso Société Anonyme Française
SA au capital de 98 337 521,70 euros
Immeuble Spring
20 rue Paul Héroult
CS 90236
92023 Nanterre cedex
Téléphone : +33 (0)1 70 48 72 00

ExxonMobil

LEDOUBLE SAS
8, rue Halévy
75009 Paris

À l'attention de Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont

Nanterre, le 8 octobre 2025

Objet : Lettre de mission

Madame, Monsieur,

Le conseil d'administration de la société Esso Société Anonyme Française, société anonyme dont le siège social est situé 20 rue Paul Héroult, 92000 Nanterre, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 542 010 053 R.C.S. Nanterre (la « Société »), lors de sa réunion du 6 octobre 2025, sur recommandation du comité ad hoc constitué conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l' « AMF »), a désigné le cabinet Ledouble SAS en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée dont les termes sont rappelés ci-après.

La présente lettre de mission vous est communiquée en application de l'article 1 de l'instruction de l'AMF n° 2006-08.

1. Contexte de votre intervention

Le 28 mai 2025, le conseil d'administration de la Société a été informé qu'ExxonMobil France Holding SAS (« ExxonMobil ») est entrée en négociations exclusives avec North Atlantic France SAS (« North Atlantic ») en vue de lui céder l'intégralité de sa participation dans la Société, représentant 82,29% du capital de la Société (le « Bloc de Contrôle »). Les conditions financières de l'acquisition du Bloc de Contrôle proposées par North Atlantic sont détaillées dans le communiqué de presse publié par la Société le 28 mai 2025 et précisées dans le communiqué de presse publié par North Atlantic le 6 octobre 2025 (tel que repris dans le communiqué de presse de la Société à la même date).

Le 24 septembre 2025, la Société a été informée qu'ExxonMobil et North Atlantic ont signé un accord portant sur l'acquisition du Bloc de Contrôle. Ladite acquisition reste soumise à l'obtention de certaines autorisations réglementaires, ainsi qu'à la finalisation d'accords de financement. La Société comprend que la réalisation de la cession du Bloc de Contrôle est attendue avant la fin d'année 2025.

Dans le cadre de la réalisation de la cession du Bloc de Contrôle, il est notamment envisagé ce qui suit :

- l'acquisition par le groupe ExxonMobil de certaines marques et droits de propriété intellectuelle actuellement détenus par la Société ;
- l'acquisition par le groupe ExxonMobil des activités de commercialisation de lubrifiants et de produits de spécialités actuellement exploitées par la Société ;
- la conclusion par la Société d'accords de long terme avec le groupe ExxonMobil afin que la Société puisse continuer (i) à utiliser certaines marques et noms appartenant au groupe ExxonMobil (comme la marque « Esso ») pour son activité de commercialisation de carburants et (ii) à s'approvisionner en matières premières avant de les raffiner et de revendre des produits, notamment des produits de spécialités.

À la suite de la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle, North Atlantic déposera une offre publique d'achat simplifiée portant sur l'ensemble des actions existantes non détenues par North Atlantic, aux mêmes conditions financières que l'acquisition du Bloc de Contrôle (l' « Offre »). Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, North Atlantic franchirait le seuil de 90% du capital et des droits de vote de la Société, North Atlantic solliciterait la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

2. Fondements réglementaires de la mission d'expertise indépendante

Dans ce contexte et conformément à la réglementation applicable :

- le 7 juillet 2025, a été constitué au sein du conseil d'administration de la Société un comité ad hoc composé de trois administrateurs dont deux administrateurs indépendants, à savoir Monsieur Philippe DIU et Madame Véronique MOREL, et une administratrice représentant les salariés, à savoir Madame Odile RUEFF (le « Comité Ad Hoc ») ; et
- le 6 octobre 2025, le cabinet Ledouble SAS a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société, sur recommandation du Comité Ad Hoc.

Votre intervention est requise sur le fondement de l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF.

Vos diligences seront effectuées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, aux instructions AMF n° 2006-07 et n° 2006-08 et la recommandation AMF DOC-2006-15.

Le contenu de votre rapport sera conforme aux dispositions de l'article 262-1 I du règlement général de l'AMF et, à ce titre, la conclusion de votre rapport sera présentée sous la forme d'une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre.

3. Objectifs de la mission

Conformément à la règlementation de l'AMF, l'expertise indépendante a notamment pour objectif de permettre au conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'Offre, ainsi que son caractère équitable, en ce compris dans la perspective d'un retrait obligatoire, afin de rendre son avis motivé sur l'Offre.

Il a été convenu que vous effectuerez les diligences que vous estimerez nécessaires à la conduite de votre mission, lesquelles diligences comporteront, notamment et à titre non exhaustif :

- des entretiens avec les membres du Comité Ad Hoc, les dirigeants, représentants de la Société et de l'initiateur, les conseils de la Société et de l'initiateur et l'établissement présentateur de l'Offre ;
- la participation aux réunions du Comité Ad Hoc et du conseil d'administration de la Société sur invitation de leur président respectif ;
- l'analyse du plan d'affaires (et autres éléments prévisionnels le cas échéant) de la Société ;
- une évaluation des actions de la Société reposant sur une approche multicritères qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation ;
- l'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1, I du règlement général de l'AMF ;
- l'analyse des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- la gestion des éventuels échanges que vous pourriez avoir avec des actionnaires de la Société et l'AMF ;
- l'évaluation du caractère équitable de l'Offre, en ce compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ; et
- la rédaction de votre rapport conformément aux termes de la réglementation.

Nous nous engageons à vous fournir un accès aux données nécessaires à l'accomplissement de votre mission, laquelle s'effectuera dans le respect de tout engagement de confidentialité qui serait conclu avec la Société.

4. Calendrier prévisionnel de l'Offre

Le dépôt du projet d'Offre interviendra après réalisation de la cession du Bloc de Contrôle. Le dépôt du projet d'Offre est envisagé, au plus tard, au premier trimestre 2026.

Il est rappelé que, conformément à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, à compter de sa désignation, l'expert disposera d'un délai suffisant pour élaborer son rapport, ce délai ne pouvant en tout état de cause pas être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

5. Conflits d'intérêts

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet Ledouble SAS et ses représentants, Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêts visées à l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08.

6. Budget

Nous comprenons que vous estimez le montant de vos honoraires à environ 200.000 euros hors taxes, frais et débours. Ce montant est indépendant de l'issue de l'Offre. En cas de cessation anticipée de votre mission, vos honoraires seraient facturés à concurrence du temps passé. La Société

vous règlera vos honoraires, frais et débours raisonnablement engagés et dûment documentés que vous aurez engagés jusqu'à la date de fin de votre mission.

* * * * *

Nous vous prions d'agréer, Madame, Monsieur, l'expression de notre considération la plus haute



Charles Amyot
Président du Conseil d'Administration
et Directeur Général de la Société

North Atlantic Energies

SA au capital de 98 337 521,70 euros
20 rue Paul Héroult - 92000 Nanterre
R.C.S. Nanterre : 542 010 053
Téléphone : +33 (0)1 70 48 72 00
TVA : FR 62 542 010 053

www.NorthAtlantic.fr

North Atlantic

Ledouble SAS
À l'attention de Madame A. Piniot - Présidente
8, rue Halévy
75009 PARIS

Nanterre,
le 5 novembre 2026

Objet : Avenant n° 1 à la Lettre de Mission du 8 octobre 2025

Madame,

Faisant suite à notre lettre de mission signée le 8 octobre 2025 (la « Lettre de Mission ») nous prenons acte de l'évolution du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société North Atlantic Energies (anciennement Esso Société Anonyme Française).

Comme indiqué lors de nos récents échanges, et communiqués publiquement, l'Initiateur a renoncé à solliciter la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

Dans ce contexte, il convient de modifier le périmètre de votre intervention comme suit :

1. Adaptation du fondement réglementaire de la mission

Les Parties constatent que l'Initiateur a renoncé à solliciter la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

En conséquence, la mission de l'Expert Indépendant n'est plus exercée au titre des dispositions du II de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF relatives au retrait obligatoire.

La mission est poursuivie au titre des dispositions du I de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF applicables à l'Offre, telles qu'ayant justifié la désignation de l'Expert Indépendant.

Le paragraphe figurant à la ligne 20 de la Lettre de Mission est supprimé et remplacé par le texte suivant :

« Votre intervention est requise sur le fondement de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.»

En conséquence, le rapport de l'Expert Indépendant et son attestation d'équité porteront exclusivement sur les conditions financières de l'Offre, à l'exclusion de toute analyse réalisée dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Adresse Postale :
Immeuble Spring
20 rue Paul Héroult - CS 90236
92023 Nanterre Cedex

2 – Suppression des références au retrait obligatoire

À compter de la date d'entrée en vigueur du présent avenant :

La dernière phrase du paragraphe figurant à la ligne 16 de la Lettre de Mission est réputée supprimée.

Au paragraphe figurant à la ligne 23 de la Lettre de Mission, les mots « en ce compris dans la perspective d'un retrait obligatoire » sont supprimés.

Au paragraphe figurant à la ligne 32 de la Lettre de Mission, les mots « en ce compris dans la perspective d'un retrait obligatoire » sont supprimés.

3. Calendrier prévisionnel de l'Offre

Nous comprenons que le dépôt du projet d'Offre est envisagé au quatrième trimestre 2026.

4. Budget

Conformément à l'avenant à votre lettre de mission daté du 27 juillet 2026, le montant de vos honoraires a été réévalué à 450.000 € hors taxes (20%), frais de chancellerie (4%) et débours éventuels liés aux frais de mission et de déplacement en dehors de la région parisienne (frais réels).

Les autres stipulations de l'avenant à votre lettre de mission relatives au budget demeurant inchangées.

5. Absence d'incidence sur les autres stipulations

Toutes les autres stipulations de la Lettre de Mission demeurent inchangées et continuent de produire leurs pleins effets.

Le présent avenant prend effet à sa date de signature.

Nous vous prions de croire, Madame la Présidente, à l'assurance de notre considération distinguée.



Charles Amyot
Président du conseil d'administration et
Directeur Général

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET REMUNERATION DE LEDOUBLE

Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, les Conseils et l'Établissement Présentateur
- Analyse du contexte et des motifs du projet d'Offre
- Examen des modalités du processus de cession de la participation d'ExxonMobil au capital de la Société
- Exploitation des informations publiques et de la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière du Groupe, utile à nos travaux
- Revue des procès-verbaux des réunions du Conseil d'Administration et des assemblées générales des Actionnaires
- Examen des performances historiques du Groupe à l'appui des données comptables et de gestion disponibles
- Revue des diligences menées par des tiers sur les opérations de détourage préalable
- Analyse de l'évolution historique du cours de bourse de l'Action ainsi que des événements permettant d'en interpréter l'évolution
- Étude de marché en lien avec les activités du Groupe et son positionnement sur ce marché

Travaux de valorisation

- Entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, les Conseils et l'Établissement Présentateur
- Examen des dernières données d'atterrissage et des projections financières aux bornes du Groupe et mise en perspective de ces estimations avec les données de marché, les performances historiques et les précédentes prévisions établies par la Direction
- Extractions de nos bases de données financières et mise en œuvre d'analyses comparatives permettant d'éclairer les modalités financières de l'Offre
- Revue critique du Plan d'Affaires Initial et du Plan d'Affaires Final
- Détermination des paramètres structurants de l'Évaluation Multicritère
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers et de Transactions Comparables
- Évaluation Multicritère du Groupe et de l'Action et analyses de sensibilité aux paramètres de marché et aux hypothèses clés de la Direction

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET REMUNERATION DE LEDOUBLE (SUITE)

- **Travaux de valorisation (suite)**
  - Comparaison de l'Évaluation Multicritère avec les éléments de valorisation de l'Action par l'Établissement Présentateur
  - Analyse des Accords et Opérations Connexes
  - Prise en compte des observations formulées par des Actionnaires Minoritaires sur les termes de l'Offre
- **Finalisation de la Mission**
  - Prise de connaissance du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse
  - Rédaction du Rapport
  - Obtention d'une lettre de représentation auprès de la Direction et de l'Initiateur
  - Administration et supervision de la Mission
- **Rémunération**

À la date d'émission du Rapport, le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 496.000 €[225] hors taxes et frais de chancellerie ; il est indépendant du dénouement de l'Offre et correspond à une enveloppe d'environ 2.000 heures consacrées à la réalisation de la Mission.

[225] Ce budget n'intègre pas le temps susceptible d'être consacré à l'examen des questions susceptibles de nous être posées postérieurement à l'émission du Rapport.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ETAPES DE L'EXPERTISE

- **Lancement de la mission et prise de connaissance (octobre – novembre 2025)**
  - Réponse à l'appel d'offres et désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration (6 octobre 2025)
  - Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société
  - Réunion de lancement avec la Direction
  - Préparation et envoi de requêtes documentaires
  - Réunions avec le Comité Ad Hoc sur l'étendue de la Mission, les modalités de sa mise en œuvre, les approches envisagées par l'Expert Indépendant pour l'Évaluation Multicritère[226]
  - Étude de marché et analyse des performances historiques du Groupe
  - Examen de l'historique du cours de bourse de l'Action
  - Réception des premières observations d'Actionnaires Minoritaires
  - Réunions et échanges avec la Direction, les Conseils et l'Établissement Présentateur
  - Début de l'Évaluation Multicritère, à partir des données prévisionnelles sous-tendant les derniers tests d'impairment de la Société
  - Analyse préliminaire des modalités de fixation du Prix de l'Offre Initial
  - Réalisation de l'Acquisition du Bloc (28 novembre 2025)
- **Mise en œuvre de l'Évaluation Multicritère (décembre 2025 – mars 2026)**
  - Exploitation des informations mises à notre disposition
  - Réunions et échanges avec la Direction, les Conseils et l'Établissement Présentateur
  - Réception de nouvelles observations d'Actionnaires Minoritaires et tenue d'une réunion avec un Actionnaire Minoritaire
  - Visite du site de Gravenchon
  - Organisation de sessions de questions-réponses avec la Direction
  - Mise en œuvre de l'Évaluation Multicritère sur la base des informations prévisionnelles disponibles, puis du Plan d'Affaires Initial
  - Analyse des Accords et Opérations Connexes
  - Réunions régulières avec le Comité Ad Hoc sur l'avancement des travaux, le calendrier de l'Offre et les échanges avec certains Actionnaires Minoritaires[227]
  - Rédaction du projet de Rapport
  - Report de la date de publication des résultats annuels 2025 et décalage du calendrier de l'Offre

[226] Réunions tenues les 1er octobre, 21 octobre, 27 octobre, 5 novembre et 21 novembre 2025.
[227] Réunions tenues les 9 et 18 décembre 2025, ainsi que les 13 janvier, 27 janvier, 6 février et 4 mars 2026.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ETAPES DE L'EXPERTISE (SUITE)

- **Mise à jour de l'Évaluation Multicritère sur la base des dernières informations mises à notre disposition (avril 2026 – août 2026)**
  - Exploitation des informations complémentaires mises à notre disposition
  - Réunions et échanges avec la Direction, les Conseils et l'Établissement Présentateur
  - Réception de nouvelles observations d'Actionnaires Minoritaires
  - Réunions régulières avec le Comité Ad Hoc sur l'avancement des travaux et les informations complémentaires nécessaires pour la réalisation de la Mission[228]
  - Organisation de sessions de questions-réponses avec la Direction
  - Renoncement de l'Initiateur à la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire
  - Mise à jour de l'Évaluation Multicritère sur la base des dernières données de marché disponibles et du plan d'affaires actualisé mis à notre disposition
  - Poursuite de notre analyse des Accords et Opérations Connexes
  - Poursuite de la rédaction du projet de Rapport
- **Finalisation de l'Évaluation Multicritère et émission du Rapport (septembre 2026 – novembre 2026)**
  - Exploitation des informations complémentaires mises à notre disposition
  - Finalisation de l'Évaluation Multicritère sur la base du Plan d'Affaires Final et des données de marché les plus récentes
  - Finalisation de notre analyse des Accords et Opérations Connexes
  - Rehaussement par l'Initiateur du Prix de l'Offre
  - Prise de connaissance des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre préparés par l'Établissement Présentateur en vue de leur insertion dans le Projet de Note d'Information
  - Examen du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse
  - Réunions avec le Comité Ad Hoc sur la finalisation de nos travaux et le projet de Rapport[229]
  - Revue indépendante
  - Réception des lettres de représentation
  - Finalisation du Rapport
  - Présentation du Rapport au Comité Ad Hoc[230] avant le Conseil d'Administration et le dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse

[228] Réunions tenues les 14 avril, 21 mai, 1er juin, 8 juin et 31 juillet 2026.
[229] Réunions tenues les 23 septembre et 24 novembre 2026.
[230] Réunion tenue le 25 novembre 2026.

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

Société

Charles AMYOT	Président directeur général de NAE Président de NAC
Jon Paul RUGGLES	Directeur des opérations (COO)
Jean-Claude MARCELIN	Directeur financier (CFO)
Chrystèle PIAU	Directrice juridique
Virginie PASTOR-SERS	Responsable planning et stewardship
Jean-Pierre DARSONVILLE	Directeur de la comptabilité et du contrôle financier
Amaury SERS	Directeur technique de la plateforme de Gravenchon
Christophe POUTS	Directeur de la stratégie et de la planification financière
Bénédicte IMBERT	Directrice de l'usine de lubrifiants
Edwige GAILLARD	Responsable du reporting

Comité Ad Hoc

Philippe DIU	Président du Comité Ad Hoc, Administrateur indépendant
Véronique MOREL	Administratrice indépendante
Odile RUEFF	Administratrice représentant les salariés

Conseil juridique de la Société et du comité Ad Hoc

Darrois Villey Maillot Brochier

Olivier DIAZ	Associé
Corentin CHARLÈS	Associé
Thibault VERRON	Counsel
Enzo ROSSI	Collaborateur

Initiateur

Simon FENNER	Président de NAF

Conseil juridique de l'Initiateur

Bredin Prat

Karine ANGEL	Associée
Alexander BLACKBURN	Associé
Ferdinand BARBÉ	Counsel
Corentin LEPRINCE DO PAÇO	Collaborateur

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (SUITE)

Établissement Présentateur

BNP Paribas

Olivier RINAUDO	Managing Director
Marc MAESTRACCI	Managing Director
Loïc SAINT-GERMAIN	Director
Tristan COLLIN	Vice-President
Hervé Lao	Associate

Actionnaires Minoritaires[231]

[231] Dans le cadre des observations formulées sur les termes de l'Offre (§ 6).

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITEES

Documentation relative à l'Offre

Informations juridiques

- Procès-verbal de désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration
- Procès-verbal du Conseil d'Administration approuvant le Plan d'Affaires Final
- Lettre de mission de la Société à l'Expert Indépendant et avenant à la lettre de mission
- Projet de Note d'Information[232]
- Projet de Note d'Information en Réponse[233]
- Communiqués de presse relatifs à l'Opération
- Corpus juridique lié aux Accords et Opérations Connexes

Informations financières

- Rapport d'évaluation de l'Établissement Présentateur
- Analyses produites par la Société relatives à notre examen des Accords et Opérations Connexes
- Consultation d'une dataroom ouverte par ExxonMobil, incluant des documents concernant le processus de cession de la participation d'ExxonMobil au capital de la Société

Documentation relative à la Société

Documentation juridique

- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2022 à 2026)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2022 à 2026)
- Contrat de cession de la raffinerie de Fos-sur-Mer
- Principaux litiges en cours et passifs éventuels
- Contrats de prestations de services entre l'Initiateur et la Société

Informations comptables et financières

- Documents d'enregistrement universel (2014 à 2025)
- Rapports financiers semestriels (2021 à 2026)
- Communiqués de presse financiers
- Données de gestion sur l'évolution des performances
- Détail de l'impact des effets stocks sur la marge opérationnelle
- Analyse historique du BFR
- Trajectoires sous-tendant les tests de dépréciation des actifs au 31 décembre 2024, au 31 décembre 2025 et au 30 juin 2026
-

[232] Projet en date du 24 novembre 2026.
[233] Projet en date du 24 novembre 2026.

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITEES (SUITE)

- Rapports adressés par les commissaires aux comptes au comité d'audit au titre des exercices 2023, 2024 et 2025
- Informations budgétaires (2026)
- Plan d'Affaires Initial présenté au Conseil d'Administration du 22 avril 2026 et documentation associée
- Plan d'Affaires Final présenté au Conseil d'Administration du 26 octobre 2026 et documentation associée
- Détail de l'évaluation des participations non consolidées (31 décembre 2024, 30 juin 2025, 31 décembre 2025, 30 juin 2026)
- Détails des indemnités de fin de carrière
- Détail des frais de structure sous ExxonMobil puis sous NAE

› Documentation relative à NAC

- Rapports de gestion (2023 et 2024)
- États financiers (2023 et 2024)
- Projet d'états financiers au 31 décembre 2025
- Mémorandums d'informations préparés par le management
- Budget 2026

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITEES (SUITE)

Sites d'informations

Société et Comparables Boursiers

- North Atlantic, https://northatlantic.fr/
- Helleniq Energy, https://www.helleniqenergy.gr/en
- Motor Oil, https://www.moh.gr/
- Tüpras, https://www.tupras.com.tr/en/

Autres sites

- AIE, https://www.iea.org/
- AMF, http://www.amf-france.org/
- Bazan, https://eng.bazan.co.il/
- Direction Générale de l'Energie et du Climat, https://www.ecologie.gouv.fr/politiques-publiques/prix-produits-petroliers
- Euronext, https://live.euronext.com/
- IFPEN, https://www.ifpenergiesnouvelles.fr/
- FMI, https://www.imf.org/fr/Home
- UFIP, https://www.energiesetmobilites.fr/

Bases de données

- Bloomberg
- Mergermarket
- S&P Capital IQ
- Xerfi

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'EQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A 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 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 Evaluateurs (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**
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
  - Expert près la Cour d'appel de Paris
  - Présidente d'honneur de l'APEI
  - Membre de la SFEV
  - Membre du Bureau de la Compagnie Nationale des Experts-Comptables de Justice, section Paris-Versailles (CNECJ)
  - Membre de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF)
  - Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- **Romain DELAFONT, Associé, Directeur Général**
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - Master 225 « Finance d'entreprise et ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine
  - Membre du Comité directeur de l'APEI
  - Membre de la SFEV
- **Thomas WOESTELANDT, Associé**
  - Université Paris-Cité – Master 2 Droit Économie Gestion mention CCA
  - Membre de la SFEV
- **Hicham AIT MESSAOUD, Responsable de mission**
  - KEDGE Business School – Programme Grande Ecole – MSc Banking & Finance
- **Hugo DOS SANTOS, Responsable de mission**
  - EDHEC Business School – Programme Grande Ecole – MSc Corporate Finance & Banking

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'EQUIPE LEDOUBLE (SUITE)

- **Olivier CRETTÉ, Associé, Revue indépendante**
  - 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
  - Membre de la Compagnie Nationale des Experts-Comptables de Justice, section Paris-Versailles (CNECJ) et de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF)
  - 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)

ANNEXE 7 : EXPERTISES FINANCIERES REALISEES PAR LEDOUBLE[234]

Expertises financières réalisées par Ledouble

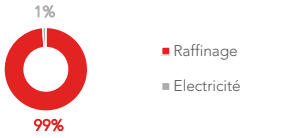
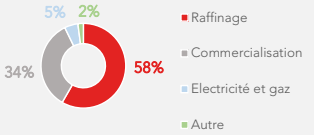
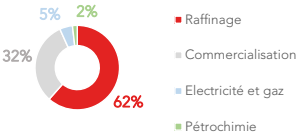
Année	Société	Établissement(s) présentateur(s)
2026	Eurobio Scientific	CIC, Degroof Petercam
2026	Fnac Darty	BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale
2026	TERACT	Société Générale
2026	Balyo	Natixis
2025	EEM	Invest Securities
2025	Verallia	Bank of America, CA-CIB
2025	M2i	Portzamparc
2024	MRM	Natixis CIB
2024	NHOA	CA-CIB
2024	Eurobio Scientific	CIC, Degroof Petercam
2024	Groupe Parot	Crédit Agricole du Languedoc
2024	Tipiak	CIC
2024	Believe	BNP Paribas, Goldman Sachs
2024	FIEBM	Oddo BHF
2024	Accor	*
2023	Ober	Banque Delubac & Cie
2023	Colas	Portzamparc
2023	Kaufman & Broad	*
2023	FIEBM	Oddo BHF
2023	Technicolor Creative Studios	*
2023	UFF	Natixis CIB
2022	Altur Investissement	Oddo BHF
2022	Linedata Services	Degroof Petercam
2022	Robertet	Lazard Frères Banque, Portzamparc
2022	Albioma	Société Générale
2022	CNP Assurances	Barclays, BNP Paribas, Morgan Stanley, Natixis CIB
2021	L'Oréal	*
2021	Europcar Mobility Group	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

* : Rachat d'actions / Restructuration financière / Augmentation de capital réservée

[234] 2021 à 2026.

ANNEXE 8 : PRESENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS

Profil des Comparables Boursiers

Société	Pays	Capitalisation boursière (3 mois - M€)	Chiffre d'affaires 2025	Marge d'EBITDA 2025	Répartition des revenus par segment
Tüpraş		13 136	18 528	12,1%	
MOTOR OIL		7 134	11 482	14,9%	
HELLENiQ ENERGY		5 250	11 615	13,4%	

Source : Bloomberg, informations publiques, analyses Ledouble

ANNEXE 9 : PERFORMANCES OPERATIONNELLES ET MULTIPLES DES COMPARABLES BOURSIERS

Profil opérationnel des Comparables Boursiers

Société	Croissance chiffre d'affaires				Marge EBITDA				Marge EBIT			
	2026	2027	2028	2029	2026	2027	2028	2029	2026	2027	2028	2029
Motor Oil Hellas	32%	(11%)	(7%)	(6%)	15%	11%	9%	9%	13%	10%	7%	7%
Turkiye Petrol Rafinerileri	85%	(9%)	5%	(7%)	12%	8%	7%	7%	12%	7%	6%	6%
HELLENiQ Energy	30%	(6%)	(11%)	(0%)	13%	11%	10%	9%	15%	10%	7%	6%
Moyenne	49%	(8%)	(4%)	(4%)	13%	10%	9%	8%	13%	9%	7%	6%
Médiane	32%	(9%)	(7%)	(6%)	13%	11%	9%	9%	13%	10%	7%	6%

Multiples des Comparables Boursiers

Société	xEBITDA				xEBIT			
	2026	2027	2028	2029	2026	2027	2028	2029
Motor Oil Hellas	3,2x	4,7x	6,2x	6,7x	3,6x	5,6x	8,0x	9,0x
Turkiye Petrol Rafinerileri	3,2x	5,3x	5,5x	6,2x	3,4x	6,3x	7,2x	7,9x
HELLENiQ Energy	3,7x	4,6x	6,1x	6,5x	3,4x	5,4x	8,4x	9,5x
Moyenne	**3,4x**	**4,9x**	**6,0x**	**6,5x**	**3,4x**	**5,8x**	**7,8x**	**8,8x**
Médiane	**3,2x**	**4,7x**	**6,1x**	**6,5x**	**3,4x**	**5,6x**	**8,0x**	**9,0x**

ANNEXE 10 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITE

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 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 et son avenant en Annexe 1 ;
  - procéder à l'examen 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 sur leur appréciation de l'incidence des Accords et Opérations Connexes ;
  - prendre connaissance des réponses aux observations formulées par les Actionnaires Minoritaires sur les termes de l'Offre ;
  - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'Evaluation 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.