

Maître Sophie VERMEILLE
Vermeille & Co
11 bis, rue Ballu
75009 Paris

Madame Agnès Piniot
Cabinet Ledouble
8, rue Halévy
75008 Paris

Paris, le 7 mai 2026

Objet : Projet d'offre publique obligatoire portant sur les titres North Atlantic Energies (ex-ESSO S.A.F.) — Suite donnée à nos précédents courriers des 27 novembre et 19 décembre 2025 et observations relatives à la publication des comptes annuels 2025

Chère Madame,

Nous revenons vers vous dans le prolongement de nos précédents courriers du **27 novembre 2025** et du **19 décembre 2025**, ainsi que de l'entretien que vous nous aviez aimablement accordé dans vos locaux le 15 novembre 2025, et après avoir pris connaissance des comptes annuels 2025 de la société North Atlantic Energies (anciennement ESSO S.A.F.) (la « Société »), publiés avec un mois de retard sur le calendrier initialement annoncé et en deux temps : un communiqué pré-résultats le 22 avril 2026, suivi du rapport financier annuel mis en ligne le 29 avril 2026.

Nous demeurons pleinement conscients du caractère délicat de votre position, plus encore depuis la publication par la Société de ses comptes annuels, et nous tenons à réitérer notre soutien afin que vous puissiez consacrer à l'analyse des éléments que nous portons à votre connaissance toute la profondeur et le temps que ces sujets exigent. Il ne s'agit nullement, par la présente, de préjuger de vos conclusions ni de mettre en doute votre impartialité ; il s'agit, au contraire, de vous fournir l'ensemble des éléments factuels et techniques dont nous disposons et qui nous paraissent indispensables à la conduite d'une mission contradictoire et exhaustive.

Nous joignons en annexe à la présente notre courrier du **7 mai 2026** adressé à Madame la Secrétaire générale adjointe de l'AMF et à Monsieur le Directeur de la Division des offres publiques, qui en constitue le corollaire institutionnel et auquel il est utile que vous puissiez vous reporter pour le détail technique de chacun des éléments synthétisés ci-après.

I. Le contexte nouveau créé par la publication des comptes annuels 2025

La publication des comptes annuels 2025 modifie substantiellement le cadre dans lequel s'inscrit votre mission. Trois éléments méritent, à ce titre, une attention particulière.

D'une part, la Société a annoncé, en application de la norme IAS 36, l'enregistrement d'une **dépréciation d'actifs industriels d'un montant de 206 M€**, justifiée selon ses propres termes par « *l'augmentation de son coût du capital, partiellement compensée par des hypothèses d'amélioration des flux de trésorerie long terme* ». Cette dépréciation inclut les 60 M€ de dotations déjà constatés au 30 juin 2025 — montant représentant approximativement la moitié de la valeur nette comptable des immobilisations corporelles enregistrées par la Société au 31 décembre 2024 (454 M€).

D'autre part, ces comptes confirment l'ampleur des distributions opérées au cours de l'exercice — **1 455 M€** —, lesquelles ne constituent pas en elles-mêmes un fait nouveau (elles avaient été annoncées dès le 28 mai 2025) mais dont la dégradation de la position financière nette qui en résulte (passage de + 1 493 M€ à – **623 M€**) est aujourd'hui invoquée par la Société comme l'une des justifications de la hausse du coût du capital servant au test de dépréciation.

Enfin, la Société a annoncé son intention de déposer le projet d'offre publique d'ici la fin du **deuxième trimestre 2026**, à un prix de **28,93 € par action** — étant rappelé que le cours de bourse au 31 mars 2026 s'établissait à 65,1 € (avec un pic à 81 € le 19 mars 2026), soit plus du double du prix annoncé.

II. Les six anomalies majeures qui affectent les paramètres internes du test IAS 36

Comme exposé en détail dans notre courrier à l'AMF joint en annexe, l'examen des paramètres effectivement retenus par la Société pour conduire le test de dépréciation au 31 décembre 2025 révèle **six anomalies majeures**, qu'il nous paraît indispensable de porter à votre connaissance.

La **première anomalie** tient au caractère inconciliable de la hausse du coût du capital invoquée par la Société avec la diminution objective du risque résultant du transfert de propriété de l'inventaire de pétrole brut et de produits pétroliers à un établissement bancaire de premier rang, intervenu le 1^{er} octobre 2025. Comme nous l'avons déjà mentionné dans notre courrier du 19 décembre 2025 à propos de la convention Citibank, ce transfert doit logiquement conduire à une **baisse** — et non à une hausse — du WACC.

La **deuxième anomalie** tient à l'ampleur même de la hausse retenue : le taux d'actualisation est porté de **8 % au 31 décembre 2024 à 11 % au 31 décembre 2025**, soit une progression de 300 points de base en l'espace de douze mois, dans un environnement où les comparables sectoriels (TotalEnergies, Repsol, Eni, Shell) n'ont connu aucune évolution comparable et où le WACC sectoriel se situe usuellement dans une fourchette de 7 % à 9 %. Sur le plan théorique, et conformément aux principes élémentaires de la théorie financière (Modigliani-Miller en présence d'impôt), un recours accru à la dette se traduit normalement par une *baisse* du WACC, non par une hausse — sauf hypothèse extrême, et expressément à démontrer, que rien dans le dossier ne soutient.

La **troisième anomalie** tient à l'application par la Société d'un **taux de croissance terminal de - 5 % à la raffinerie elle-même** (rapport financier annuel 2025, p. 158), et non aux seuls actifs financiers comme nous l'avions initialement compris. Aucun raffineur indépendant comparable ne retient un tel taux dans ses tests d'*impairment* : les comparables sectoriels — HelleniQ Energy (+ 0,5 %), NIS Serbie (+ 1 %), ORL Israël (0 %) — appliquent au contraire des taux compris entre 0 % et + 1 %. La justification avancée par la Société (transition énergétique) est par ailleurs contredite par l'étude IHS Markit qu'elle invoque elle-même et par sa propre déclaration de « *ne pas disposer d'un plan de transition CSRD et de ne pas envisager d'en élaborer un* ».

La **quatrième anomalie** tient à l'extension du même traitement aux participations financières détenues par la Société dans les sociétés de pipelines et de dépôts. Selon les chiffres publiés par le cabinet Kling dans son rapport actualisé du 18 novembre 2025, ces actifs financiers s'établissaient à **168 M€ au 31 décembre 2024 et à 174 M€ au 30 juin 2025**, et seraient « *sous-évalués à hauteur d'environ 50 % par rapport à leur prétendue juste-valeur comptable* » — soit une juste valeur de l'ordre de **348 M€**. La « *nouvelle indépendance* » de la Société ne saurait avoir d'incidence pertinente sur la valeur de ces actifs d'infrastructure, dont la performance dépend d'une régulation, de contrats commerciaux long terme et de flux opérationnels propres aux co-actionnaires.

La **cinquième anomalie** tient au contexte sectoriel dans lequel la dépréciation a été enregistrée. Comme nous vous l'avions signalé dans notre courrier du 19 décembre 2025, le marché européen du raffinage connaît un environnement structurellement favorable : **marges benchmark à 73 €/t au S2 2025** (selon les chiffres mêmes publiés par la Société, contre 41 €/t au S1 2025 et 44 €/t au S2 2024), throughput de Port-Jérôme à un taux d'utilisation de **92 %** au S2 2025 (le plus élevé des dernières années), et perspectives haussières confirmées par la note UBS Global Research du 9 mars 2026 (marge composite européenne à 21,63 \\$/ bbl, « *Risks remain to the upside* »).

La **sixième anomalie** tient au retournement complet des hypothèses sur les flux entre arrêté semestriel et arrêté annuel. Au 30 juin, la Société justifiait une dotation de 60 M€ par référence explicite à IAS 36 (Note 4.1 du rapport semestriel) et à « *la révision à la baisse des prévisions retenues de flux de trésorerie de certains projets* », sur la base d'un WACC de 8 % et d'un taux terminal de 0 %. Au 31 décembre, la dotation est multipliée par près de quatre (60 M€ → 206 M€) en invoquant cette fois « *des hypothèses d'amélioration des flux de trésorerie long terme* », mais avec un WACC porté à 11 % et un taux terminal abaissé à - 5 %. Le sens de variation des hypothèses sur les flux s'est ainsi complètement inversé entre S1 et FY25 — sans qu'aucune information préalable n'ait été communiquée au marché.

III. Les démentis qui ressortent des autres lignes des comptes annuels 2025

À ces six anomalies internes au test s'ajoutent quatre **démentis externes**, qui ressortent de l'analyse des autres lignes des comptes annuels 2025 et qui nous paraissent tout aussi pertinents dans le cadre de la conduite de votre mission.

Le **premier démenti** tient à la rentabilité opérationnelle de la Société, qui est en réalité préservée : l'EBITDA ajusté de l'exercice 2025 ressort à **179 M€**, contre 58 M€ en 2024, soit une progression de **plus de 200 %** — performance qui s'inscrit en contradiction directe avec l'hypothèse d'une dégradation économique justifiant une dépréciation de cette ampleur.

Le **deuxième démenti** tient à la **dépréciation paradoxalement modeste des actifs financiers**, limitée à 6,5 M€ sur l'exercice (passage de 167,5 M€ à 161,4 M€ de valeur nette comptable). À supposer que la Société ait effectivement appliqué à ces actifs financiers les paramètres qu'elle invoque officiellement, la baisse mécanique de la valeur d'usage aurait dû avoisiner 50 % (soit ~ 84 M€) ; la limitation à 6,5 M€ ne s'explique qu'en révisant à la hausse, et de manière très substantielle, les flux de trésorerie attendus — ce qui revient pour la Société à reconnaître implicitement, par la voie comptable, la sous-évaluation antérieure de ces actifs.

Le **troisième démenti** tient à une **réduction drastique des dettes fournisseurs**, qui passent de 1 286 M€ au 31 décembre 2024 à 444 M€ au 31 décembre 2025, soit une diminution de l'ordre de **842 M€** sur le seul exercice. Économiquement, l'opération sous-jacente paraît avoir consisté pour la Société à mobiliser le financement bancaire mis en place auprès de l'établissement bancaire de premier rang (~ 900 M€ sur le seul second semestre 2025) afin de rembourser, en numéraire, une partie substantielle de ses dettes fournisseurs (~ 551 M€ sur le seul second semestre, période qui coïncide avec le *closing* du 28 novembre 2025) — opérant ainsi un **transfert de valeur direct au profit d'ExxonMobil**, qui demeure le fournisseur principal (70 à 80 % des achats selon le rapport indépendant de M. V. Raptis du 31 mars 2026).

Le **quatrième démenti** tient à la **problématique persistante des conventions intragroupes**. Comme nous l'avons déjà souligné, l'ensemble des flux opérationnels de la Société dépend, à un degré massif et structurel, de conventions conclues avec ExxonMobil et restées opaques. Si les prix de transfert appliqués sur ces conventions ne sont pas effectivement conformes à des conditions de pleine concurrence (exigence d'IAS 24 § 23), alors les flux de trésorerie d'exploitation servant de base au test sont eux-mêmes minorés — ce qui, conjugué à la hausse *ad hoc* du taux d'actualisation, aboutit à un effet de **double levier baissier** : numérateur réduit (flux artificiellement faibles) et dénominateur augmenté (taux artificiellement élevé).

IV. La cohérence avec les sujets que nous avons déjà soumis à votre attention

Ces dix séries de constats ne peuvent être analysées de manière isolée. Elles s'inscrivent dans le prolongement direct des sujets soumis à votre appréciation dans nos courriers des 27 novembre et 19 décembre 2025, et notamment :

- la problématique des **conventions intragroupes** et de leur conformité au principe de pleine concurrence (IAS 24 § 23), qui détermine l'ensemble des flux opérationnels servant de base à toute évaluation par DCF ;
- la question des **opérations connexes ou concomitantes** (cession concomitante d'ExxonMobil Chemical France, distributions exceptionnelles, transfert d'inventaire à un établissement bancaire), qui prend une nouvelle dimension à la lumière de la jurisprudence *Euronav* de la Cour des marchés de Bruxelles (présentée dans notre courrier à l'AMF du 12 janvier 2026) ;
- la question des **marges de raffinage historiques et prévisionnelles** et de la **position de Port-Jérôme sur la courbe de mérite**, déjà soulevées dans notre courrier du 19 décembre 2025 — désormais incompatibles avec les hypothèses de décroissance retenues par la Société dans son test ;

- la **sous-performance historique de la profitabilité par tonne** par rapport aux pairs sectoriels (Motor Oil Hellas, HelleniQ Energy, MOL, Orlen), évaluée par l'expert *oil & gas* à un écart de l'ordre de 50 % sur 2021-2024, dont les causes — accord de *supply / offtake* ExxonMobil estimé à un transfert de valeur de 2 à 2,5 € / bbl — appellent un examen contradictoire dans le cadre de votre mission.

V. Les conséquences que nous appelons à tirer pour la conduite de votre mission

Conformément à la lettre et à l'esprit de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, ainsi qu'aux recommandations DOC-2006-15 et DOC-2025-08, votre mission ne saurait se réduire à la validation des choix comptables retenus par la direction de la Société. Les six anomalies internes et les quatre démentis externes relevés ci-dessus appellent, à notre sens, deux séries de conséquences.

En **premier lieu**, il nous paraît indispensable que vous puissiez disposer de l'intégralité des paramètres du test conduit par la Société — décomposition du WACC retenu (taux sans risque, bêta d'actif, prime de risque de marché, prime de risque spécifique supplémentaire, coût de la dette, structure financière de référence), justification du passage de 8 % à 11 %, justification du taux de croissance terminal à - 5 % pour les actifs financiers et pour la raffinerie elle-même, plan d'affaires explicite, périmètre exact des unités génératrices de trésorerie, sensibilités aux hypothèses critiques —, et que vous puissiez procéder à une analyse contradictoire de leur cohérence.

En **second lieu**, il nous paraît tout aussi indispensable que vous procédiez à un test **indépendant** de valorisation par les flux de trésorerie actualisés, sur des hypothèses propres à votre cabinet et non dictées par la Société.

À cet égard, nous nous permettons d'appeler tout particulièrement votre attention sur quatre points qui nous paraissent décisifs :

- l'**incohérence interne** des comptes annuels 2025 : la Société perçoit, au titre de l'exercice écoulé, 28 M€ de dividendes en numéraire de ses participations dans les pipelines et dépôts (rendement implicite supérieur à 17 % de leur valeur comptable), tout en leur appliquant simultanément un taux d'actualisation de 11 % et un taux de croissance terminal de - 5 % ;
- la **circularité** du dispositif d'ensemble : les distributions massives, en transformant une trésorerie nette positive en endettement net, ont créé *artificiellement* un besoin de financement, lequel est ensuite invoqué pour justifier la hausse du coût du capital, qui justifie elle-même la dépréciation ;
- la **portée de l'écrasement de l'ANC** : la dépréciation de 206 M€ représente environ 16 € par action — soit l'équivalent de plus du cinquième du prix d'offre annoncé. Or l'ANC consolidé constitue, dans la pratique d'évaluation des offres publiques suivies d'un retrait obligatoire, un **plancher** de la valorisation, comme l'illustrent les précédents Louis Dreyfus Citrus (CMF, 2001), Cambodge / Moncey / Artois (AMF, avril-mai 2025) et **TERACT (AMF, 20 avril 2026)** — ce dernier précédent étant particulièrement instructif puisque c'est précisément votre cabinet qui y est intervenu en qualité d'expert indépendant et que la prime de + 224,3 % alors retenue s'expliquait manifestement par la nécessité de s'aligner sur la valeur comptable de la cible ;

- l'**évaluation à la lumière des opérations connexes ou concomitantes**, conformément à la jurisprudence *Euronav* — accord de *supply / offtake* (transfert estimé à 2 à 2,5 € / bbl), cession d'ExxonMobil Chemical France, transfert d'inventaire à un établissement bancaire et conventions intragroupes pré-closing.

VI. Nos demandes

Au regard de l'ensemble de ces éléments, nous nous permettons, *dans un esprit de dialogue constructif et respectueux de votre indépendance*, de formuler les attentes suivantes au titre des diligences qu'il nous paraît nécessaire que vous puissiez conduire :

- procéder à un **examen contradictoire détaillé** des paramètres du test IAS 36 retenus par la Société, en obtenant communication formelle de l'intégralité des hypothèses, et en consignant dans votre rapport vos propres conclusions sur leur caractère raisonnable au regard des comparables sectoriels et du contexte de marché ;
- conduire, en parallèle, une **contre-évaluation autonome par DCF** sur des hypothèses propres à votre cabinet, notamment quant au WACC, au taux de croissance terminal (en particulier celui retenu pour la raffinerie elle-même, dont nous avons appris qu'il est également de - 5 %), au plan d'affaires et au périmètre des UGT, en cohérence avec le rapport indépendant de l'expert *oil & gas* dont copie a été précédemment transmise au cabinet Ledouble ;
- examiner spécifiquement l'**incidence du transfert d'inventaire** opéré au 1^{er} octobre 2025 — coût, garanties, conditions de rachat à l'échéance contractuelle de septembre 2028 — ainsi que la **réduction des dettes fournisseurs de 842 M€** intervenue au cours du second semestre 2025 et l'éventuelle modification, à cette occasion, des conditions de règlement des conventions d'approvisionnement intragroupes ;
- apprécier la cohérence des paramètres retenus pour les actifs financiers (pipelines et dépôts) au regard des dividendes effectivement perçus, du caractère d'infrastructure de ces participations et des analyses du cabinet Kling actualisées dans son rapport du 18 novembre 2025 ;
- intégrer, conformément à votre proposition recueillie le 15 novembre 2025, une **analyse comparée détaillée** avec les travaux du cabinet Kling et le rapport indépendant de l'expert *oil & gas*, à l'instar de la pratique observée à l'égard des banques présentatrices ;
- apprécier, dans la conduite de votre mission, l'ensemble des opérations connexes ou concomitantes — distributions exceptionnelles de 1 455 M€, cession concomitante d'ExxonMobil Chemical France, transfert d'inventaire et conventions intragroupes pré-closing — à la lumière de la jurisprudence *Euronav*.

Nous tenons à souligner, dans le prolongement de nos précédents courriers, que la persistance du refus du comité *ad hoc* et de la Société de répondre sur le fond à nos observations reporte *de facto* sur votre cabinet une part accrue de responsabilité dans l'appréciation contradictoire des paramètres comptables ainsi retenus. Nous nous réservons naturellement la possibilité, le cas échéant, de formuler des observations sur les éventuelles divergences qui pourraient apparaître entre les paramètres retenus par la Société et ceux que votre cabinet jugera appropriés au terme de ses propres travaux.

Nous restons, comme nous nous y étions engagés, à votre entière disposition pour tout échange utile, ainsi que pour la mise à disposition de toute pièce ou document complémentaire qui vous serait utile.

Je vous prie d'agréer, chère Madame, l'expression de mes salutations distinguées.

Sophie Vermeille



Pièces jointes :

- Pièce 1 : Courrier de Vermeille & Co à l'AMF du 7 mai 2026 (8ème courrier AMF — observations relatives aux comptes annuels 2025 et à la dépréciation IAS 36 de 206 M€)
- Pièce 2 : Communiqué pré-résultats de North Atlantic Energies du 22 avril 2026
- Pièce 3 : Rapport financier annuel 2025 de North Atlantic Energies, publié le 29 avril 2026
- Pièce 4 : Rapport semestriel de North Atlantic Energies au 30 juin 2025 (extraits relatifs aux dotations et au test de dépréciation, Note 4.1)
- Pièce 5 : Rapport indépendant de M. Vassilis Raptis, CFA, du 31 mars 2026 (« *The Esso transaction between Exxon Mobil and North Atlantic on North Atlantic Energies — Independent review* »)
- Pièce 6 : Note de commentaire de M. Vassilis Raptis, CFA, du 5 mai 2026 (« *NAE — Further commentary on the FY25 results* »)
- Pièce 7 : Note de recherche UBS Global Research du 9 mars 2026 (« *European Refining & Biofuels — Risks remain to the upside* »)
- Pièce 8 : Rapport actualisé du cabinet Kling du 18 novembre 2025
- Pour mémoire : courriers Vermeille & Co au cabinet Ledouble des 27 novembre 2025 et 19 décembre 2025