



**EVALUATION DES TITRES
D'ESSO SOCIETE ANONYME FRANÇAISE**

Novembre 2025

**Cabinet Kling
3 Avenue Bertie Albrecht
75008 Paris**

Sommaire

1.	Liminaire.....	3
1.1	Contexte et mission	3
1.2	Diligences et réserves	5
1.3	Plan	6
2.	Présentation du secteur du raffinage en France.....	7
2.1	L'activité de raffinage et son modèle économique.....	7
2.2	Le marché du raffinage en France : paysage concurrentiel, évolution de la consommation et des marges.....	10
2.3	Perspectives des activités de raffinage en Europe	13
3.	Présentation d'ESSO	16
3.1	ESSO est l'un des plus importants raffineurs en France.....	16
3.2	...ayant décidé de réduire ses activités par la cession de son unité de Fos-sur-Mer.....	18
3.3	...dont le modèle économique sera profondément transformé à la suite de l'Opération.....	18
3.4	Les performances financières d'ESSO qui ont été portées par les conséquences de la guerre d'Ukraine sur les marges de raffinage.....	19
3.5	...avant de se normaliser en 2024 et au 1 ^{er} semestre 2025.....	23
3.6	... et de connaître une forte amélioration au second semestre 2025.....	24
3.7	Les résultats accumulés par ESSO entre 2021 et 2023 lui permettent de disposer d'une situation financière solide.....	24
3.8	... et de capacités de distribution à ses actionnaires inemployées jusqu'à l'annonce des résultats de l'exercice 2024.....	27
3.9	Implication sur la démarche de valorisation des titres ESSO	28
4.	Données structurant l'évaluation du titre ESSO.....	30
4.1	Date d'évaluation	30
4.2	Structure de capital et nombre d'actions retenu	30
4.3	Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres	30
4.4	Prise en compte de l'action civile ut singuli.....	35
5.	Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées.....	36
5.1	Référence aux objectifs de cours des analystes.....	36
5.2	Référence au prix unitaire des actions ESSO dans le cadre de l'Opération	36
5.3	Référence au cours de bourse	40
5.4	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)	45
5.5	Méthode de l'actualisation des flux de dividendes futurs (DDM)	46
6.	Référence à l'actif net comptable consolidé : à titre de valeur plancher	47
6.1	Principe.....	47
6.2	Résultat de la référence.....	47
7.	Référence à l'actif net comptable consolidé ajusté : à titre principal	49
8.	Méthode des comparables boursiers – à titre principal	51
8.1	Principe.....	51
8.2	Constitution et présentation de l'échantillon retenu	51
8.3	Choix des agrégats utilisés pour la mise en œuvre de la méthode	52
8.4	Agrégats d'ESSO.....	52
8.5	Résultat de la méthode.....	53
9.	Méthode des transactions comparables – à titre principal.....	55
9.1	Principe.....	55
9.2	Constitution et présentation de l'échantillon retenu	55

9.3	Choix des agrégats utilisés pour la mise en œuvre de la méthode.....	56
9.4	Résultat de la méthode.....	57
10.	Conclusion sur la valeur du titre ESSO.....	58

Annexes :

Annexe 1 : Fiche méthodologique de calcul de la marge brute de raffinage réalisée par la DGEC

Annexe 2 : Article Energex

Annexe 3 : Calcul du BFR et de la dette financière nette ajustée d'ESSO

Annexe 4 : Calcul du BFR de Total Energies Raffinage France

Annexe 5 : Calcul du taux d'actualisation retenu pour valoriser les actifs financiers d'ESSO

Annexe 6 : Estimation de la valeur des actifs financiers d'ESSO

Annexe 7 : Détail du calcul des multiples de la transaction sur SARAS

Annexe 8 : Détail du calcul des multiples sur HELLENIQ Energy et MOTOR Oil

1. Liminaire

1.1 Contexte et mission

ESSO Société Anonyme Française (ci-après, « **ESSO** ») est une société dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (compartiment B).

Son capital est détenu majoritairement par ExxonMobil Corporation (ci-après, « **EXXON** »), à hauteur de 82,9%. Le solde du capital est réparti dans le public.

Présent en France depuis 1902, ESSO fournit des produits énergétiques, c'est-à-dire qu'elle produit et distribue du gaz, des essences, du kérozène, du gazole et du fioul lourd, et des produits de spécialité, c'est-à-dire qu'elle fabrique et vend des huiles de base, des lubrifiants finis, des huiles blanches, des paraffines et des bitumes.

Pour ce faire, ESSO s'appuyait à la fin de l'année 2023 sur les actifs suivants¹ :

- les raffineries de Gravenchon (également parfois désignées sous le nom de raffinerie de Port-Jérôme), en Normandie, et de Fos-sur-Mer, en Provence-Alpes-Côte d'Azur, qui disposent ensemble d'une capacité annuelle de traitement de 18,6 millions de tonne ;
- une logistique intégrée détenue en propre ou par l'intermédiaire de participations dans des sociétés de pipeline et de stockage.

ESSO n'exploite plus de réseau de stations-service depuis 2014. La distribution de ses produits est assurée, notamment, par un réseau de revendeurs qui détiennent et exploitent le réseau de stations-service à son enseigne.

ESSO a annoncé, le 1^{er} novembre 2024, avoir finalisé la cession de ses activités de raffinage et de logistique du sud de la France comprenant la raffinerie de Fos-sur-Mer, des inventaires associés et des parts dans la société Dépôt Pétrolier de la Côte d'Azur.

Pour réaliser ses activités, ESSO achète et revend des produits pétroliers à sa société mère EXXON ou à ses filiales. Plus globalement, ESSO est un élément du dispositif global d'optimisation des opérations d'EXXON en matière de flux pétroliers et de trading.

C'est dans ce contexte que des actionnaires minoritaires d'ESSO ont cherché à nouer un dialogue avec EXXON et, devant le peu de résultats obtenus, ont décidé d'engager des procédures judiciaires pour obtenir des informations sur les conventions liant ESSO à EXXON et ses filiales.

Toutefois, la Cour de cassation, dans une décision en date du 11 septembre 2024, a cassé et annulé une décision de la Cour d'appel de Versailles, qui avait décidé la nomination d'un expert judiciaire au visa de l'article 145 du Code de procédure civile.

¹ Cf. Rapport financier 2023 d'ESSO, page 5.

CANDEL & Partners (ci-après, « **CANDEL** ») a pris une participation minoritaire dans ESSO estimant que son cours était sous-évalué, notamment, du fait :

- de l'opacité entretenue sur ses flux intra-groupes et ses performances financières ;
- du refus par ESSO et son actionnaire majoritaire EXXON de mettre en œuvre une politique de distribution de dividendes cohérente avec ses résultats et sa structure financière ;
- des conséquences de fautes commises dans la gestion d'ESSO au profit d'EXXON.

A cet égard, elle a assigné M. AMYOT, es qualité de président directeur général et administrateur d'ESSO, afin de faire juger qu'il a commis de nombreuses et importantes fautes et obtenir l'indemnisation des préjudices qu'elle estime que ces fautes ont générés, pour un montant estimé entre 1.395 m€ et 3.416 m€, à parfaire, dans le cadre de l'action civile ut singuli.

ESSO a publié, le **28 mai 2025**, un communiqué de presse annonçant qu'EXXON était entrée en négociations exclusives avec la société North Atlantic France SAS (ci-après, « **NA** ») en vue de la **cession de sa participation majoritaire** dans le cadre d'une opération complexe (ci-après, « **l'Opération** ») impliquant, selon notre compréhension, notamment :

- une **évolution fondamentale de sa structure financière** au travers de la distribution de dividendes pouvant représenter jusqu'à 116,36 € par action² soit la totalité de la trésorerie inscrite au bilan de son exercice clos le 31 décembre 2024 (soit 1.496 m€) ;
- une **évolution fondamentale de son modèle économique** au travers de la cession de ses inventaires de pétrole brut et de produits à une banque, pour réduire son besoin en fonds de roulement ainsi que son exposition aux variations de cours³ ;
- des **opérations connexes** dont :
 - ✓ la cession de certaines marques déposées et autres droits de propriété intellectuelle ainsi que du fonds de commerce de l'activité de lubrifiants et de produits spécialisés exploité par ESSO (ci-après, les « **Actifs détournés** ») ;
 - ✓ la signature d'accords de long terme avec certains affiliés d'EXXON concernant (i) l'approvisionnement en pétrole brut ainsi que l'achat et la vente de matières premières et de produits manufacturés (carburants, lubrifiants et produits spécialisés) et (ii) l'accès

² Source : communiqué de presse du 28 mai 2025 d'ESSO.

Dont 53 € par action soumis à l'approbation de l'Assemblée Générale des actionnaires convoquée le 4 juin 2024 et 63,36 € par action soumis à l'approbation ultérieure de l'assemblée générale des actionnaires.

Finalement, ESSO a réalisé une distribution de dividende d'un montant de 53 € par action au mois de juillet 2025 et de 60,21 € au mois de novembre 2025, soit au total 113,21 € par action ou un montant de 1.455 m€.

³ Source : communiqué de presse du 17 septembre 2025 d'ESSO dans lequel il est indiqué « *ESSO S.A.F. travaille à la mise en place d'un accord de cession et de portage de la propriété de ses inventaires de pétrole brut et de produits avec une banque de façon à limiter son besoin en fonds de roulement ainsi que son exposition aux variations de cours* ».

à des droits de propriété intellectuelle nécessaires au fonctionnement de la raffinerie de Gravenchon et la commercialisation d'essence sous la marque Esso en France ;

- ✓ la cession concomitante de la participation d'EXXON dans la société ExxonMobil Chemical France (ci-après, « **EMCF** »).

L'acquisition de la participation d'ESSO par NA entrainerait le dépôt d'une offre publique d'achat obligatoire par NA qui a d'ores et déjà indiqué qu'elle mettrait en œuvre une procédure de retrait obligatoire si les conditions légales étaient remplies (ci-après, « **l'Offre** »).

NA a publié, le 10 novembre 2025, un communiqué de presse indiquant, notamment, que le prix proposé dans le cadre de l'Offre s'établira à **28,93 €** en cas de réalisation de l'Opération le 28 novembre 2025 (ci-après, le « **Prix d'offre** »).

C'est dans ce contexte que CANDEL nous a demandé notre avis sur la valeur des titres ESSO à la date du 14 novembre 2025 (ci-après, la « Date d'évaluation »).

Ce rapport constitue la mise à jour d'un premier rapport relatif à la valorisation du titre ESSO daté du 27 février 2025.

1.2 Diligences et réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons eu accès en particulier :

- aux documents et informations de nature publique publiés concernant ESSO (documents d'enregistrement universel, présentation des résultats, communiqués...) ;
- à l'assignation délivrée le 7 novembre 2024 par CANDEL à M. AMYOT ainsi que les rapports d'expertises privées sur lesquels elle se fonde ;
- à différentes notes d'analystes sur les sociétés de raffinage européennes produites par ARROW Ressources.

Nous n'avons pas reçu de documents ou d'informations de la part d'ESSO. Nous n'avons pas non plus rencontré la direction d'ESSO.

Nous nous sommes entretenus, en revanche, avec les représentants de CANDEL et des consultants spécialisés dans le domaine des marchés pétroliers et du raffinage auxquels CANDEL nous a donné accès.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé un ensemble d'informations comptables et financières publiques. Ces documents ont donc été considérés comme fiables et il n'a été procédé à aucune vérification de ces informations.

Les fourchettes de valorisation présentées dans le présent rapport reposent sur des paramètres financiers (taux sans risque, primes de risque, volatilité...) qui sont susceptibles de varier dans le temps, notamment en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

Ce document ne saurait être utilisé dans un cadre autre que celui indiqué dans le paragraphe 1.1 intitulé contexte et mission et faire l'objet d'une publication partielle.

Ce rapport ne constitue pas une expertise indépendante au sens du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après, « RGAMF »).

1.3 Plan

Nous présenterons successivement :

- le secteur du raffinage en France **(2.)** ;
 - ESSO, ses activités et ses performances financières **(3.)** ;
 - les données structurant l'évaluation **(4.)** ;
 - les méthodes et références écartées **(5.)** ;
 - les méthodes et références retenues **(6. à 9.)**.
- avant de conclure **(10.)**.

2. Présentation du secteur du raffinage en France

Nous présenterons successivement :

- en quoi consiste l'activité de raffinage, son modèle économique et certaines implications qui en découlent (2.1), ;
- l'évolution récente du marché du raffinage en France et sa structure concurrentielle (2.2) ;
- les perspectives du marché du raffinage en Europe (2.3).

2.1 L'activité de raffinage et son modèle économique

Peu de qualités de pétrole brut⁴ peuvent être brûlées directement dans des chaudières et moins de 1 % de la production mondiale de ce combustible est encore utilisée à l'état brut pour produire de l'électricité dans quelques pays producteurs de pétrole⁵.

La valorisation du pétrole brut nécessite donc qu'il soit raffiné, ce qui implique quatre catégories fondamentales de processus physiques et chimiques.

La distillation (fractionnement) sépare les différentes coupes (fractions disposant d'une composition plus homogène) en chauffant les pétroles bruts d'abord dans des tours de distillation atmosphérique puis sous vide. Le rendement des distillats légers est augmenté par isomérisation, reformage catalytique, alkylation et polymérisation. Les distillats lourds sont soumis à un craquage thermique et catalytique. Enfin, divers procédés sont utilisés pour éliminer les composés traces indésirables et pour préparer des produits finaux plus respectueux de l'environnement, qui sont expédiés vers des marchés spécifiques⁶.

Le raffinage moderne consiste donc en un certain nombre d'opérations complexes organisées et optimisées pour convertir les pétroles bruts en une combinaison de produits spécifiques de plus grande valeur.

Autrement dit, les différents procédés utilisés pour modifier la composition des pétroles bruts (hydrotraitement, reformage, isomérisation, alkylation, craquage, hydrocraquage) donnent aux raffineurs la possibilité d'ajuster (dans des limites économiques) les proportions de produits raffinés obtenus.

Alors qu'une répartition typique des distillats obtenus à partir d'un pétrole brut (léger) de bonne qualité serait de moins de 30 % de Nafta léger et lourd, d'environ 15 % de kérozène, de 15 % de gazole et de 45 % de résidus, les raffineries modernes peuvent réduire les résidus à seulement 20 % et augmenter la part de l'essence à près de la moitié de la production totale⁷. Les experts sectoriels que nous avons pu interroger nous ont indiqué qu'une composition plus représentative, pour une raffinerie relativement performante, comporterait une part de

⁴ Il existe différentes qualités de pétrole brut (le Brent de Mer du Nord, le WTI du Texas...) qui se distinguent par leur provenance mais également par leurs caractéristiques chimiques (par exemple, présence de plus ou moins de soufre).

⁵ Smil, V., Oil, 2017, page 147.

⁶ Voir le schéma simplifié des processus d'une raffinerie en page 3 de l'annexe 1.

⁷ Smil, V., Oil, 2017, pages 152 et 153.

distillats moyens (jet, diesel) de 45% à 55% tandis que la part de l'essence serait plutôt de 20% à 25%.

On le comprend, le **modèle économique d'une raffinerie** repose, alors, sur un **exercice d'optimisation** sous quatre séries de contraintes :

- les caractéristiques et la complexité technique⁸ de la raffinerie qui déterminent à la fois les types de bruts qu'elle peut raffiner et la part des produits finaux obtenus ;
- le prix, les qualités et les quantités de bruts disponibles en tenant compte des coûts logistiques associés ;
- le prix et les quantités de produits finaux demandés sur les marchés que la raffinerie peut approvisionner (ou doit fournir compte tenu des contrats d'approvisionnement signés avec des réseaux de distribution) et des coûts logistiques associés ;
- les autres coûts variables (énergie, CO2...) nécessaires à la mise en œuvre des processus de raffinage compte tenu des qualités de brut utilisés et des produits raffinés dont la production est recherchée.

Les trois premiers facteurs déterminent la quantité de pétrole qui sera raffinée, tandis que l'ensemble de ces facteurs influence le niveau de la marge de raffinage⁹.

La marge de raffinage est un paramètre clef de la performance économique d'un raffineur : l'efficacité d'une raffinerie lui permettra de réaliser une marge de raffinage supérieure ou inférieure à sa marge de raffinage de référence. Ainsi, des écarts par rapport au programme optimal de fonctionnement d'une raffinerie (approvisionnement non optimal...) peuvent se traduire par des dégradations de la marge de raffinage réalisée (par rapport à la marge de référence) et potentiellement des pertes.

C'est pour cela que :

- Les sociétés de raffinage indépendantes cotées en bourse publient et commentent leur marge de raffinage.
- Il est **surprenant qu'ESSO ait autant tardé à se conformer, et encore seulement très partiellement, à cette pratique** en communiquant une **marge brute ajustée unitaire**¹⁰.

⁸ Les caractéristiques et la complexité d'une raffinerie sont souvent synthétisées sous la forme de **l'indice de complexité de Nelson** (ou NCI pour Nelson Complexity Index).

⁹ On parle dans le monde anglo-saxon de **crack spread** pour désigner la différence entre le coût d'achat des bruts utilisés et le prix de vente des produits issus de leur raffinage.

¹⁰ ESSO communique le niveau de sa marge brute ajustée des effets de stock unitaire depuis la publication de son rapport financier 2023.

Il est possible de connaître officiellement la marge brute ajustée unitaire d'ESSO, sans devoir chercher à la reconstituer, sur ses exercices 2023 et 2022 (par lecture des données de l'exercice précédent dans le rapport financier 2023) et sur les 1^{ers} semestres 2024 et 2023 (également par lecture des données de l'exercice précédent du rapport financier semestriel 2024).

Or, la seule publication de cet **indicateur présente des limites importantes** :

- Il ne s'agit pas à proprement parler d'une marge de raffinage puisque la marge brute communiquée tient compte de la marge sur les achats et les ventes de pétrole brut et des ventes de services sans tenir compte des coûts pour les réaliser. Qui plus est, elle est calculée sur les volumes vendus et non les volumes produits.
- ESSO n'explique pas le niveau de cette marge par rapport au benchmark qu'elle a choisi (marge DGEC) et ses évolutions.

Dans ce contexte, nous comprenons de nos échanges avec des experts des marchés pétroliers et du secteur du raffinage auxquels CANDEL nous a donnée accès, que :

- **l'indice de complexité** d'une raffinerie est un indicateur de la flexibilité dont une raffinerie dispose pour adapter ses sources d'approvisionnement et son programme de production de produits finis ;
- **la localisation d'une raffinerie** influence la qualité de son modèle économique car elle détermine son accès plus ou moins optimal (notamment au regard des coûts logistiques) à différentes qualités de brut et différents marchés pour ses produits finis ;
- **la détention d'une raffinerie et de ses infrastructures associées** (capacité de déchargement, stockage, transport par pipeline) s'avère **utile à l'optimisation d'activités plus larges** de production de pétrole et de trading¹¹ ;
- dans un marché du raffinage structurellement en déclin (même si le rythme de celui-ci est très incertain, cf. le paragraphe 2.3 ci-dessous), la durée de vie d'une raffinerie dépend de :
 - ✓ son **positionnement sur la courbe de mérite** de son secteur ;
 - ✓ ses **possibilités de conversion** à la production de combustibles bas carbone.

Les raffineries les plus efficaces fermeront les dernières tandis que celles pouvant se convertir à la production de combustibles bas carbone trouveront une seconde vie.

A cet égard, on peut observer un mouvement continue d'adaptation de l'outil européen de raffinage avec la fermeture de la raffinerie de Grangemouth d'INEOS, la faillite de la raffinerie Prax Lindsey en Grande-Bretagne et l'évolution de la production des raffineries de Rheinland de Shell, de Livorno d'ENI et de Gelsenkirchen de BP.

Il est significatif d'observer que **la direction d'ESSO n'a jamais fourni aucune information à ses actionnaires minoritaires sur ces dimensions fondamentales pour comprendre la valeur de ses actifs**, malgré les questions qu'ils posent à ce propos.

¹¹ Energex Partners, Oil majors such as BP, Shell and Exxon are selling oil refineries in Europe but assets are still the foundation of oil trading, avril 2024 (cf. annexe 2).

2.2 Le marché du raffinage en France : paysage concurrentiel, évolution de la consommation et des marges

2.2.1 Paysage concurrentiel du raffinage en France

Depuis la transformation de la raffinerie de La Mède en bioraffinerie¹², la France ne compte plus que six raffineries de pétrole brut en activité en métropole.

Figure 1. Caractéristiques des raffineries de pétrole brut en activité en métropole

Raffinerie	Propriétaire	Capacité kbpd	Capacité ktpa	NCI	Année de mise en service
Donges	Total	219	10 900	5,7 – 6,4	1935
Feyzin	Total	109	5 400	6,5 – 7,3	1964
Gonfreville	Total	253	12 600	8,9 – 7,8	1933
Lavera	Petroineos	210	10 000	5,7 – 6,2	1933
Fos-sur-Mer	Trafigura	140	6 600	6,2 – 8,4	1965
Gravenchon	Esso	241	12 000	9,3 – 8,4	1933
Total		1 172	57 500	NS	
Moyenne		195	9 583	7,1 – 7,4	

Source : ARROW Ressources

NB : les NCI sont basés d'une part sur des données de Wood Mackenzie et d'autre part de GlobalData

Deux de ces raffineries sont situées sur la Manche, une est sur la façade atlantique et deux sur la façade méditerranéenne. Une seule raffinerie est éloignée d'une façade maritime : Feyzin près de Lyon.

La capacité de raffinage en France s'élève à environ 1,17 million de barils par jour ou environ 57,5 millions de tonnes. Esso détenait environ un tiers de cette capacité avant la cession de Fos-sur-Mer et aujourd'hui environ 20%.

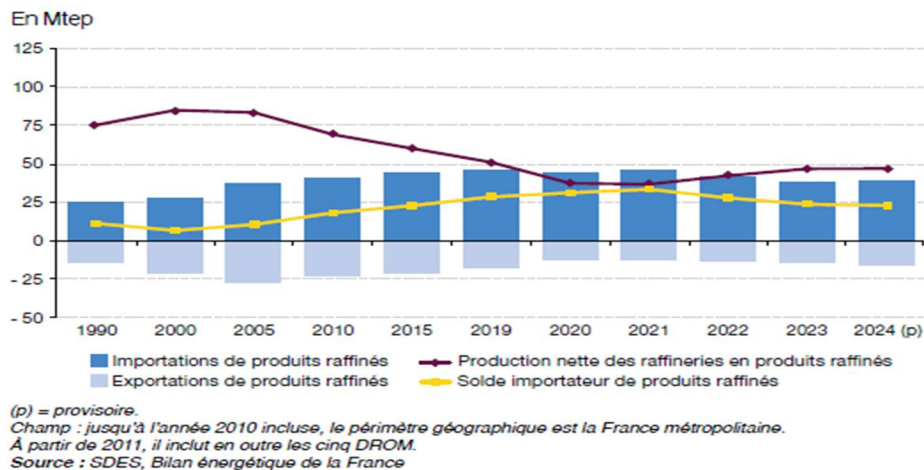
La complexité des raffineries françaises est modérée sur la base de l'indice de complexité de Nelson. Elle est en moyenne comprise entre 7,1 et 7,4 dont entre 8,4 et 9,3 pour Gravenchon.

2.2.2 Evolution de la production et de la consommation de produits raffinés

La production française de produits raffinés, nette de la consommation propre des raffineries, **s'est établie à 46 Mtep en 2024, en baisse tendancielle depuis environ 2005**, tandis que les importations s'élevaient à 38,5 Mtep et les exportations à 16 Mtep.

¹² Une bioraffinerie transforme les productions agricoles végétales et la biomasse en biocarburant destinées à produire de la chaleur et de la puissance.

Figure 2. Importations et exportations de produits pétroliers, et production nette de produits finis des raffineries en France



Source : Chiffres clés de l'énergie, édition 2025

En 2024, la consommation totale de produits pétroliers raffinés (hors biocarburants) s'est réduite à 59,1 Mtep (données réelles). Par rapport à 2023, la consommation tous secteurs confondus recule légèrement de 0,4%. Sur longue période, on observe **une baisse tendancielle de la consommation depuis le milieu des années 2000** (-1,6% par an en moyenne entre 2004 et 2023), recul principalement imputable à l'industrie, au résidentiel et au tertiaire.

Par catégorie de produits raffinés, on observe que :

- La consommation de carburants routiers baisse modérément en 2024 (-0,4%, à 40,4 Mtep). Elle est légèrement inférieure à son niveau de 2019 (42,4 Mtep). Elle avait été relativement stable de 2000 à 2019, les gains d'efficacité énergétique compensant la hausse de la demande de transport. La chute de la consommation dans ce secteur depuis 2019 reflète, sans doute, l'augmentation du parc de véhicules électriques. **In fine, les carburants routiers sont donc jusqu'ici moins concernés que les autres produits par la baisse progressive de consommation.**
- La consommation de fioul domestique représente 8% des produits raffinés consommés. Elle a chuté en moyenne de -6,7% depuis 2005.
- Les carburéacteurs sont les seuls produits dont la consommation progresse (+1,8% en moyenne par an depuis 2005).

Le marché français est approvisionné par un volume net important de produits raffinés importés, ce qui est un facteur de protection des raffineries nationales contre le déclin du marché.

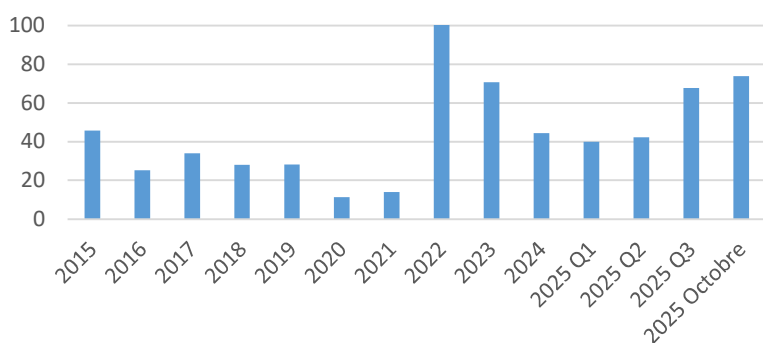
2.2.3 Evolution des marges de raffinage

Comme indiqué précédemment, la marge de raffinage est un paramètre clef de la performance économique d'une raffinerie.

La Direction Générale de l'Énergie et du Climat (ci-après, « **DGEC** ») publie une marge brute de raffinage sur Brent, qui correspond à la différence entre la valorisation des produits raffinés et le cours du Brent sur la base d'hypothèses théoriques de fonctionnement d'une raffinerie¹³.

Cette marge théorique est à la fois un indicateur illustrant la tendance de l'environnement économique du raffinage et un outil permettant de commenter la performance d'une raffinerie donnée.

Figure 3. Evolution théorique de la marge brute de raffinage sur Brent depuis 2015



Source : DGEC

Cinq périodes peuvent être distinguées dans l'évolution de la marge brute de raffinage calculée par la DGEC :

- Préalablement à la crise sanitaire, la marge brute de raffinage calculée par la DGEC baisse d'un niveau de 46 € par tonne en 2015 à une fourchette comprise entre 25 € et 34 € entre 2016 et 2019 (et en moyenne 29 €).
- La crise sanitaire entraîne un effondrement de la marge brute de raffinage calculée par la DGEC à 11 € en 2020 et 14 € en 2021.
- La guerre en Ukraine et les sanctions prises contre la Russie causent des disruptions dans les flux de produits pétroliers et raffinés qui font flamber la marge brute de raffinage calculée par la DGEC à 101 € en 2022 et 71 € en 2023.
- On assiste au cours de l'année 2024 à une normalisation de la marge brute de raffinage calculée par la DGEC qui chute d'un niveau de 73 € au premier trimestre à 44 € au deuxième trimestre, 29 € au troisième trimestre avant d'entamer un léger redressement à 32 € au quatrième trimestre. Sur l'année 2024, cette marge s'établit en moyenne à 44 €. Cette tendance se poursuit au premier semestre 2025 avec une marge qui demeure relativement stable à 44 € au premier trimestre et 40 € au deuxième trimestre.
- **Le troisième trimestre 2025 marque un nouveau retournement de tendance avec une marge de raffinage qui s'établit en moyenne à 68 € par tonne. La marge du mois d'octobre 2025 s'élève à 74 € par tonne, soit un niveau**

¹³ Cf. annexe 1, note descriptive de la DGEC concernant le calcul de sa marge brute de raffinage.

supérieur à la marge du troisième trimestre (68 €) mais légèrement en dessous de la marge de septembre 2025 (77 € par tonne).

Cette situation s'explique, sans doute, par la réduction des capacités de raffinage russes, sous l'effet des bombardements ukrainiens, et aux difficultés opérationnelles rencontrées par la raffinerie du groupe DANGOTE. Les pressions exercées par les Etats-Unis sur les raffineries indiennes pour qu'elles diminuent leurs achats de pétrole russe contribuent vraisemblablement à ce phénomène. Tout dernièrement, les sanctions américaines contre les deux principaux producteurs russes ont provoqué une nouvelle hausse des marges de raffinage vers 100 dollars par tonne (soit environ 87 euros par tonne) selon les propos de M. Patrick Pouyanné, président directeur général de Total Energies¹⁴.

Il est bien entendu difficile d'anticiper la durée pendant laquelle ces tensions contribueront à raffermir les marges de raffinage en Europe. Toutefois, cette situation illustre le fait que **les raffineries constituent un actif capable de capter la volatilité des marges de raffinage dans un monde où cette volatilité est sans doute amenée à perdurer du fait des tensions géopolitiques et des à-coups de la transition énergétique.** Ce sont les raffineries les plus efficaces, disposant d'un emplacement avantageux et d'une structure financière solide, qui sont les mieux placées pour tirer parti d'un tel environnement.

2.3 Perspectives des activités de raffinage en Europe

Trois facteurs principaux semblent devoir déterminer les perspectives des activités de raffinage en Europe¹⁵.

En premier lieu, il s'agit de **l'évolution de la demande de pétrole et / ou de produits raffinés** qui fait l'objet de **scénarios de déclin divergents** selon les sources :

- l'Agence Internationale de l'Energie estime que la production de produits raffinés devrait diminuer¹⁶ en Europe de 12,2 mb/d en 2024 :
 - à 9,4 mb/d en 2035 et à 7,9 mb/d en 2050 dans son scénario STEPS¹⁷ ce qui correspond à un taux de croissance annuel moyen (TCAM) négatif d'environ -1,7% ;
 - à 9,6 mb/d en 2035 et à 8,3 mb/d en 2050 dans son scénario CPS¹⁸ ce qui correspond à un TCAM négatif d'environ -1,5%.

¹⁴ Source : conférence de présentation des résultats du 3^{ème} trimestre 2025 de Total Energies.

¹⁵ Nous examinerons cette question au niveau du continent européen plutôt qu'au seul niveau français car les prévisions de demande sont effectuées à ce niveau tandis que la législation influençant le secteur du raffinage résulte également essentiellement de règles fixées au niveau européen.

¹⁶ Source : World Energy Outlook 2025, Dataset, Refining capacity and runs.

¹⁷ Stated Policies Scenario. Ce scénario prend en compte une évolution de la demande en fonction des politiques actuellement mises en œuvre et de la dynamique du secteur privé.

¹⁸ Current Policy Scenario. Ce scénario prend en compte les politiques et réglementations déjà en vigueur et propose une perspective prudente sur la vitesse à laquelle les nouvelles technologies énergétiques sont déployées et intégrées au système énergétique.

- EXXON publie ses propres perspectives qui font ressortir pour l'Europe une baisse de la consommation de pétrole brut entre 2024 et 2050 de -2,6% et une hausse sur la même période de la consommation de bio fuels de +5,3%¹⁹.
- Total Energies publie de son côté des prévisions d'évolution de la consommation d'énergie primaire provenant du pétrole brut qui font apparaître un déclin pour l'Union Européenne compris entre -3,1% et -6,6% entre 2022 et 2050²⁰.

En deuxième lieu, il s'agit de **la politique en matière de climat mise en œuvre au niveau de l'Union Européenne**.

Elle se décline au travers de :

- l'ambition de réduire les émissions de gaz à effet de serre d'au moins 55% d'ici 2030 par rapport au niveau de 1990 avec le paquet climat intitulé « Fit for 55 » et au-delà, à travers le Pacte vert ;
- le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières des pays membres qui est entré en vigueur au 1^{er} janvier 2023 et qui doit s'étendre à l'ensemble des produits pétroliers importés pour sauvegarder la compétitivité du raffinage européen.

Cette politique affecte, bien entendu, les perspectives en matière de consommation citées précédemment mais également de production, en fonction de l'intégration d'un prix du carbone dans les importations, ainsi que le coût des quotas de CO₂.

On observe toutefois que des débats émergent pour adapter cette politique, notamment en qui concerne la date d'interdiction de la vente de véhicules équipés de moteurs thermiques. Plus globalement, plusieurs observateurs avertis ont fait part de leur scepticisme quant au rythme attendu de la transition énergétique²¹.

En troisième lieu, il s'agit de l'adaptation de l'outil industriel du raffinage autour :

- d'un remplacement progressif du pétrole brut par des matières premières issues de la biomasse et des déchets ;
- de l'amélioration de l'efficacité énergétique, de l'électrification de certains équipements, de l'utilisation d'hydrogène renouvelable ou du captage et du stockage de CO₂ ;
- de la diminution progressive de la production de carburants et combustibles pour concentrer la production sur les produits dont l'utilisation ne génère pas d'émission de CO₂ tels que les lubrifiants, les bitumes et les spécialités et vers les matières utilisées par les industries chimiques.

¹⁹ Source : ExxonMobil Global Outlook 2025, datanook. Dans son édition précédente, la baisse annuelle moyenne de la consommation de pétrole brut était plus élevée à -2,8% et la progression des bio fuels de +5,4%.

²⁰ Source : Total Energies Energy Outlook 2024.

²¹ Sans transition, Une nouvelle histoire de l'énergie, J.B. FRESSOZ, 2024.
Comment marche vraiment le monde, V. SMIL, 2024.
False Alarm, B. LOMBORG, 2021.

En somme, **l'industrie du raffinage européenne est vouée à un lent déclin dont le rythme est aujourd'hui sujet à une forte incertitude** dont la résolution dépendra à la fois de la réglementation qui sera effectivement mis en œuvre, de l'évolution des attitudes des consommateurs, qui sera notamment guidée par l'émergence d'alternatives abordables, et de la protection qui sera offerte face à des concurrents étrangers qui ne seront, vraisemblablement pas, soumis aux mêmes contraintes environnementales.

Cette phase de transition pourra également receler des opportunités pour adapter les outils industriels à des combustibles bas carbonés.

3. Présentation d'ESSO

ESSO est l'un des plus importants raffineurs du marché français (3.1). En l'espace d'un peu plus d'un an, sa physionomie aura été complètement modifiée, d'abord par la cession de l'une de ses deux unités de production (3.2), puis par l'Opération (3.3).

Après avoir vu la performance de ses activités portée par les conséquences de la guerre en Ukraine sur les marges de raffinage (3.4), les résultats d'ESSO, comme ceux de l'industrie européenne du raffinage, se sont normalisées alors qu'elle souffrait concomitamment d'événements exceptionnels (3.5). Ses résultats du second semestre 2025 devraient être en forte amélioration, grâce au retournement des marges de raffinage (3.6).

Les résultats accumulés par ESSO entre 2021 et 2023 lui ont permis de disposer d'une situation financière solide (3.7) et de capacités de distribution à ses actionnaires qui n'ont pas été employées jusqu'à l'annonce des résultats de l'exercice 2024 (3.8).

Nous concluons cette partie par les implications de l'ensemble de ces éléments sur la démarche de valorisation des titres d'ESSO (3.9).

3.1 ESSO est l'un des plus importants raffineurs en France...

ESSO est le bras armé d'EXXON dans le secteur du raffinage en France depuis le début du XX^{ème} siècle.

ESSO fournit :

- des produits énergétiques, c'est-à-dire qu'elle produit et distribue du gaz, des essences, du kérozène, du gazole et du fioul lourd ;
- des produits de spécialité, c'est-à-dire qu'elle fabrique et vend des huiles de base, des lubrifiants finis, des huiles blanches, des paraffines et des bitumes.

Pour ce faire, ESSO s'appuyait jusqu'au 1^{er} novembre 2024 sur les actifs suivants :

- la raffinerie de Gravenchon en Normandie, d'une capacité d'environ 12 millions de tonnes, adossée à un complexe pétrochimique en restructuration avec la fermeture d'un vapocraqueur et ses unités aval de l'usine de sa société sœur, ExxonMobil Chemical France²² ;
- la raffinerie de Fos-sur-Mer, en Provence-Alpes-Côte d'Azur, d'une capacité de 7 millions de tonnes et disposant de capacité de stocks de 700.000 m³ de brut et 1,1 million m³ de produits finis ;
- une logistique intégrée détenue en propre ou par l'intermédiaire de participations dans des sociétés de pipeline et de stockage.

²² ExxonMobil Holding France détient 82,89% d'ESSO et 100% d'ExxonMobil Chemical France.

ESSO ne détient plus de réseau de stations-service mais dispose de contrats d'approvisionnement auprès de stations-service utilisant son enseigne ou comme celui signé avec EG Group²³.

La figure 4 ci-dessous montre que les volumes vendus par ESSO ont atteint 22,7 millions de m³ en 2023, soit un niveau inférieur à celui de l'année 2020 marquée, pourtant, par la pandémie, et 10% plus faible que celui de 2018.

On peut, toutefois, noter que l'année 2023 a subi les contrecoups des grèves déclenchées par les discussions sur la réforme du régime des retraites.

La chute des volumes de vente s'est poursuivie en 2024 à hauteur de -2,1%. Là encore, il faut noter l'impact de trois événements négatifs particuliers : l'arrêt pour maintenance de la raffinerie de Fos-sur-Mer puis sa vente en fin d'année et la survenance d'un incendie à la raffinerie de Gravenchon.

La baisse des volumes enregistrée entre 2018 et 2024 a touché plus particulièrement le gazole et le fioul domestique (-19%), le GPL (-19%) et les produits semi-finis (-17%). Le seul segment qui progresse est celui des supercarburants auto (+9%).

Figure 4. Evolution des volumes de produits raffinés vendus par ESSO depuis 2018

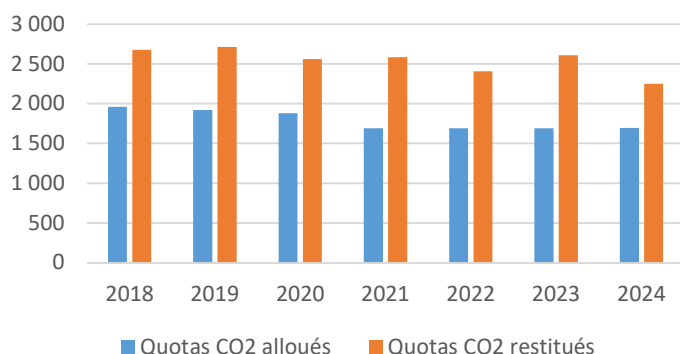
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 S1
	<i>k m3</i>	<i>k m3</i>	<i>k m3</i>	<i>k m3</i>	<i>k m3</i>	<i>k m3</i>	<i>k m3</i>	<i>k m3</i>
Carburants Aviation	1 456	1 674	977	1 051	2 232	1 211	1 229	586
Supercarburants Auto	4 842	5 056	4 404	5 008	4 881	5 334	5 257	1 800
Gazole et fioul domestique	11 550	11 621	10 415	10 962	9 563	9 201	9 401	3 374
Fiouls Lourds	1 152	838	991	1 217	1 576	1 088	962	4
GPL	683	704	620	708	556	535	555	203
Produits-semis finis	4 365	4 578	4 344	3 952	3 600	4 160	3 631	1 096
Carburants et combustibles	24 048	24 471	21 751	22 899	22 408	21 529	21 035	7 063
Lubrifiants et spécialités	1 242	1 452	1 442	1 612	1 373	1 152	1 171	533
Total vente produits raffinés	25 290	25 923	23 193	24 511	23 781	22 681	22 206	7 596

Source : états financiers d'ESSO

En matière de performance environnementale, la figure suivante compare, entre 2018 et 2024, les quotas de CO₂ à restituer par ESSO et les quotas CO₂ qui lui sont alloués. La différence correspond à la quantité de quotas de CO₂ qu'ESSO doit acquérir dans le cadre de ses activités. La quantité de quotas restitués est restée relativement stable entre 2018 et 2023. La baisse de 2024 est due à l'arrêt pour maintenance de la raffinerie de Fos-sur-Mer, puis à sa vente en fin d'année, et à un incendie survenu à la raffinerie de Gravenchon, ce qui a réduit sa production.

²³ ESSO a signé un accord avec EG Group pour convertir au minimum 200 stations-service précédemment à l'enseigne BP. Ainsi, la part de marché des stations-service à l'enseigne ESSO sera proche de 8% (cf. document d'enregistrement universel 2023 ESSO, page 11).

Figure 5. Evolution des quotas de CO2 restitués par ESSO et qui lui sont alloués



Source : états financiers d'ESSO.

3.2 ...ayant décidé de réduire ses activités par la cession de son unité de Fos-sur-Mer...

ESSO a annoncé, le 11 avril 2024, un projet de vente de ses activités raffinage et logistique du sud de la France, portant plus spécifiquement sur sa raffinerie de Fos-sur-Mer et des dépôts de Toulouse et Villette-de-Vienne, avec Rhône Energie, un consortium composé d'ENTARA LLC et de TRAFIGURA Pte Ltd.

Puis, ESSO a annoncé, le 1^{er} novembre 2024, avoir finalisé la cession de sa raffinerie de Fos-sur-Mer, dotée d'une capacité annuelle de production de 7 millions de tonnes, des inventaires associés, des dépôts de Toulouse et Villette-de-Vienne et des parts dans la société Dépôt Pétrolier de la Côte d'Azur, pour un montant (avant ajustements) de 526 millions de dollars²⁴.

A cet occasion, ESSO indiquait qu'elle « *continuera à approvisionner ses clients dans le sud de la France* ».

ESSO a, ainsi, cédé un actif qui représentait un peu plus du tiers de sa capacité de raffinage.

3.3 ...dont le modèle économique sera profondément transformé à la suite de l'Opération

Le communiqué publié par ESSO le 17 septembre 2025 pour présenter ses résultats semestriels 2025 a révélé que la réalisation de l'Opération conduirait à une évolution fondamentale du modèle économique de ses actifs restants, c'est-à-dire la raffinerie de Gravenchon à la suite de la cession du site de Fos-sur-Mer.

ESSO a, en effet, indiqué qu'elle allait céder ses stocks de pétrole brut et de produits (la réalisation a été effective quelques jours plus tard au début du mois d'octobre) de manière à réduire son besoin en fonds de roulement et son exposition à la variation des cours du pétrole.

Toutefois, **elle n'a pas précisé les implications de cette évolution qui soulève pourtant les questions suivantes** : Quel est le montant de la trésorerie générée par la cession des stocks et quel usage en sera-t-il fait ? Quel seront les coûts de cette cession de stocks

²⁴ Cf. communiqué de presse d'ESSO du 1^{er} novembre 2024.

(frais financiers supplémentaires) et de la couverture contre les variations du cours du pétrole brut, et quel sera leur impact sur les marges ? Pourquoi la direction d'ESSO a-t-elle refusé de mettre en œuvre cette évolution de son modèle économique dans le passé, alors qu'elle avait été proposée par CANDEL lors de ses assemblées générales ? Ce refus s'expliquerait-il par le fait que cela aurait privé ESSO du prétexte de devoir disposer de réserves pour faire face aux variations des cours du pétrole, ce qui lui permettait de justifier la faiblesse de sa politique de distribution de dividendes et de maintenir l'ensemble de la trésorerie dans son cash-pooling ?

En l'espace d'un an, les actionnaires minoritaires ont assisté à une **évolution complète de l'activité d'ESSO sans qu'aucune porte de sortie ne leur ait été offerte** : la réduction d'un tiers de l'activité avec la cession du site de Fos-sur-Mer, puis l'évolution fondamentale des activités restantes avec la mise en place d'un modèle plus « asset light » et moins exposé aux variations des cours du brut.

3.4 Les performances financières d'ESSO qui ont été portées par les conséquences de la guerre d'Ukraine sur les marges de raffinage...

Les figures 6 et 7 ci-dessous présentent le compte de résultat consolidé d'ESSO et ses principaux indicateurs de gestion (ou KPI) sur la période 2018 à 2023.

Figure 6. Compte de résultat consolidé d'ESSO entre 2018 et 2023

m€	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Chiffre d'affaires	14 853	14 794	10 383	15 278	24 936	19 240
Achats consommés	-14 063	-13 773	-9 641	-14 160	-23 121	-17 282
Var valeur brute stocks MP et PF	244	-58	-319	589	318	-241
Dot° nette prov dep stocks MP et PF	-116	86	32	-88	-1	5
Variation des autres stocks et comptes d'échanges	-2	29	-17	-15	-1	-4
Effets de change opérationnels	-16	7	24	-37	-39	21
Marge brute	900	1 085	462	1 567	2 092	1 740
<i>En % du CA</i>	<i>6,1%</i>	<i>7,3%</i>	<i>4,4%</i>	<i>10,3%</i>	<i>8,4%</i>	<i>9,0%</i>
Charges externes	-573	-574	-495	-560	-533	-571
Charges de personnel	-278	-268	-264	-248	-248	-240
Impôts et taxes	-57	-57	-51	-52	-166	-70
Dot° aux amortissements	-108	-119	-109	-69	-82	-80
Dot° aux provisions	-4	-7	-1	-2	-3	-1
Autres produits de l'activité	25	25	28	30	6	2
Autres produits et charges d'exploitat°	-57	-74	-83	-34	-53	-65
Autres produits et charges opérationnels	-17	-10	-308	54	-21	-47
Résultat opérationnel	-169	1	-821	686	992	668
<i>En % du CA</i>	<i>-1,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>-7,9%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,5%</i>

Source : états financiers d'ESSO

Figure 7. Principaux KPI d'ESSO sur la période 2018 à 2023

m€ sauf mention contraire	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Marge brute	900	1 085	462	1 567	2 092	1 740
dont effets stocks	-40	147	-292	448	313	-169
Marge brute ajustée des effets stocks	940	938	754	1 119	1 779	1 909
Charges d'exploitation	-1 052	-1 074	-975	-935	-1 079	-1 025
Résultat opérationnel ajusté	-112	-136	-221	184	700	884
Ventes de produits raffinés (€/m ³)	25 290	25 923	23 193	24 511	23 781	22 681
Marge raffinage ajustée unitaire (€/m³)	37	36	32	46	75	84
MB ajustée unitaire (€/t)	32	31	28	39	64	72
Marge DGEC (€/t)	28	28	11	14	101	71
EBITDA ajusté	-4	-17	-112	253	782	964

Source : états financiers d'ESSO, DGEC, calculs Kling

NB : les marges brutes ajustées unitaires de 2018 à 2021 ont été recalculées, car elles ne sont pas communiquées par ESSO, en divisant la marge brute ajustée des effets de stocks par le volume de produits raffinés vendus en m³. La marge par tonne est obtenue en appliquant un coefficient volumique de 0,85.

Le principal indicateur de performance d'ESSO est sa marge brute de raffinage, comme indiqué précédemment, et plus précisément sa marge brute ajustée des effets de stock.

La variation des stocks est calculée dans les comptes consolidés selon la méthode FIFO (first in, first, ou premier entrée, premier sortie) tandis que les raffineurs estiment que leur performance économique serait mieux reflétée en tenant compte d'un prix moyen reflétant l'évolution de leur coût de remplacement sur la période²⁵, ce qui aboutit à la publication de différents agrégats ajustés de l'effet de stock (marge de raffinage, EBITDA, EBIT).

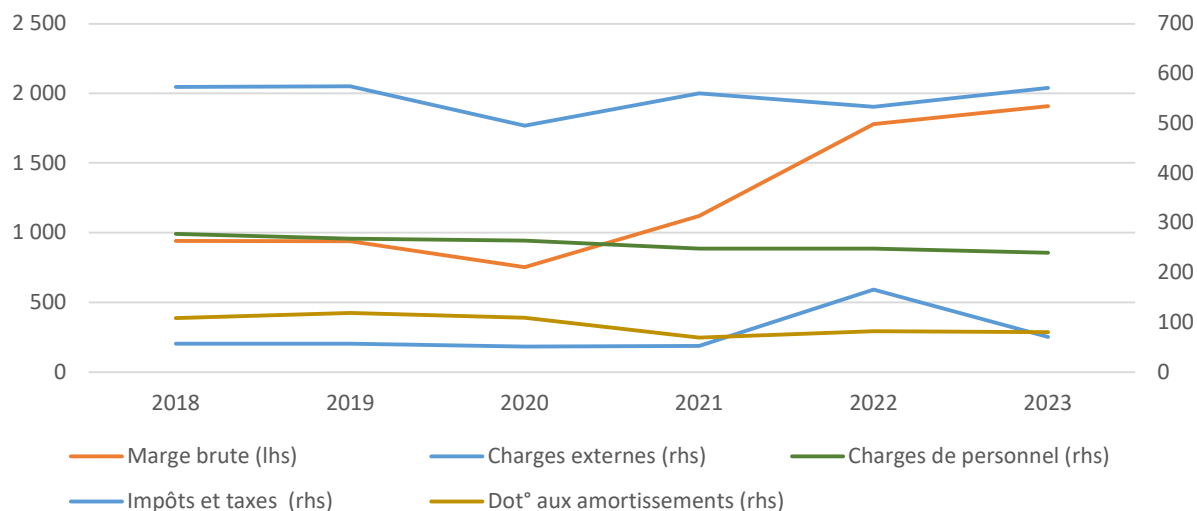
La figure de la page suivante permet de constater que la marge brute de raffinage ajustée des effets de stock est l'élément le plus volatile du compte de résultat d'ESSO.

La forte variation du poste « impôts et taxes » en 2022 provient du paiement de la taxe incitative relative à l'utilisation de l'énergie renouvelable dans les transports instaurée par la Loi de Finance 2022 et qui n'a pas donné lieu à une charge en 2023²⁶.

²⁵ Cf. Document d'enregistrement universel 2023 d'ESSO page 38 ou document d'enregistrement universel 2023 de Total Energies page 655.

²⁶ Cf. Réponses aux questions écrites posées par les actionnaires pour l'Assemblée Générale du 20 juin 2024 d'ESSO, page 4.

Figure 8. Evolution des principaux agrégats du compte de résultat d'ESSO 2018 – 2023 en m€



Source : états financiers Esso

NB : lhs : échelle de gauche, rhs : échelle de droite

ESSO a souffert entre 2018 et 2019 contrairement à ses concurrents. L'année 2020 a bien entendu été impactée négativement par les effets de la crise sanitaire la conduisant à enregistrer un résultat opérationnel ajusté fortement négatif.

La réouverture progressive des économies en 2021 a permis à ESSO de connaître une amélioration de ses performances dans un environnement de marge de raffinage toujours déprimée, si on se réfère à l'indicateur publié par la DGEC.

Finalement, la guerre en Ukraine et les sanctions imposées à la Russie ont entraîné une disruption des flux pétroliers et de produits raffinés qui ont conduit à une amélioration des marges de raffinage en 2022 et 2023 et à un résultat opérationnel ajusté significativement positif, même si ses opérations ont pu souffrir ces deux années-là des mouvements sociaux liés à la réforme des retraites.

Si le lien entre le résultat opérationnel ajusté d'ESSO, le niveau de la marge ajustée unitaire d'ESSO et la marge de raffinage unitaire publiée par la DGEC paraît établi²⁷, on observe, toutefois, d'importants écarts ponctuels qui mériteraient d'être expliqués.

La direction d'ESSO se refusant à commenter son niveau de marge ajustée unitaire et les écarts apparaissant par rapport au benchmark qu'elle a choisi de publier (la marge unitaire de la DGEC), il s'avère difficile d'analyser la performance opérationnelle d'ESSO avec la précision que l'on pourrait attendre.

La figure 9 compare la marge ajustée unitaire d'ESSO (**y compris et hors chiffre d'affaires lié aux ventes de services**) à la marge publiée par la DGEC.

²⁷ Nous obtenons un coefficient de corrélation de 0,86 entre la marge ajustée unitaire d'ESSO et la marge unitaire publiée par la DGEC sur la base des données de la figure 9.

On observe que la marge ajustée unitaire d'ESSO représente en moyenne pondérée²⁸ 111% de la marge DGEC sur la période étudiée. L'année 2022 est toutefois atypique, car la marge d'ESSO est alors très nettement inférieure à celle de la DGEC (37,2 €). Il est pour le moins surprenant que la direction d'ESSO n'ait fourni aucune explication concernant ce point, qui a eu un **impact négatif de 1.305 m€²⁹ sur son résultat opérationnel ajusté**. Si l'on exclut l'année 2022 de l'analyse, la marge ajustée unitaire d'ESSO représente en moyenne pondérée 123% de la marge de la DGEC.

Lorsqu'on retraits la marge ajustée unitaire d'ESSO en soustrayant le chiffre d'affaires des ventes de services³⁰, on constate qu'elle **représente en moyenne pondérée 83% de la marge DGEC sur la période étudiée et 95% en excluant l'année 2022**.

Figure 9. Comparaison entre la marge brute de raffinage (MB) ajustée unitaire d'ESSO et la marge publiée par la DGEC en €/t

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 S1
MB ajustée unitaire (€/t)	32	31	28	39	64	72	40	51
MB DGEC (€/t)	28	28	11	14	101	71	44	41
Ecart avec la marge DGEC (€/t)	4	3	17	25	-37,2	1	-4	10
MB ajustée unitaire hors services (€/t)	23	22	19	30	54	62	30	40
Ecart avec la marge DGEC (€/t)	-5	-6	8	16	-46,6	-9	-14	-1

Source : états financiers ESSO, DGEC, calculs Kling

NB : les marges brutes unitaires de 2018 à 2021 ont été recalculées, car elles ne sont pas communiquées par ESSO, en divisant la marge brute ajustée des effets de stocks par le volume de produits raffinés vendu en m³. La marge par tonne est obtenue en appliquant un coefficient volumique de 0,85.

Comme indiqué précédemment, nous comprenons de nos échanges avec des experts en raffinage auxquels CANDEL nous a donné accès, que des écarts par rapport au programme optimal de fonctionnement d'une raffinerie (approvisionnement non optimal ou inadéquat...) peuvent conduire à des dégradations de la marge de raffinage réalisée. Or :

- la gestion des opérations au niveau d'EXXON implique un processus d'optimisation beaucoup plus complexe qu'au niveau d'ESSO puisqu'il incorpore des activités de production de brut, des activités de raffinage dans de nombreux pays ainsi que des activités de trading ;
- l'atteinte d'un niveau optimal de fonctionnement au niveau d'EXXON n'implique en aucune manière un niveau optimal de fonctionnement des actifs d'ESSO ;
- la marge de raffinage d'ESSO pourrait ne pas être optimisée au regard de son intérêt social mais au regard de l'intérêt global du groupe EXXON ;

²⁸ Nous pondérons en rapportant la somme des MB ajustées unitaires en €/t à la somme des MB de la DGEC en €/t/.

²⁹ Soit 46,6 € / t (écart de marge unitaire) x 23,78 m³ (de produits raffinés vendus) / 0,85 (de masse volumique, c'est-à-dire le coefficient permettant de convertir des m³ en tonne).

³⁰ Car ce chiffre d'affaires n'est pas un élément de la marge de raffinage et ESSO ne retraits pas non plus sa marge de raffinage du coût de ces services.

- ce dernier point est impossible à vérifier, notamment en raison de la requalification par ESSO de la plupart de ses conventions intra-groupes réglementées en conventions conclues à des conditions normales.

Une optimisation globale des opérations d'EXXON au détriment d'une optimisation locale des opérations d'ESSO pourrait expliquer une partie des écarts de marge unitaire constatée entre ESSO et le benchmark qu'elle a choisi de mettre en avant sur l'année 2022.

Au surplus, CANDEL s'interroge sur les conditions d'achat et de vente de produits pétroliers entre ESSO et le groupe EXXON dans un contexte où ESSO a, comme nous venons de l'indiquer, requalifié la quasi-totalité de ses conventions intra-groupes réglementés en conventions conclues à des conditions normales afin, estime-t-elle d'empêcher tout contrôle par ses actionnaires minoritaires.

M. Jean-Luc FOURNIER, Expert agréé par la Cour de cassation, auquel CANDEL a demandé son avis, relève qu'une variation des conditions d'achat et de vente intra-groupe par rapport à des conditions de pleine concurrence aurait eu un effet sur la période 2020 à 2023 compris entre 674 m€ pour un écart de 1,0% et 2.695 m€ pour un écart de 4,0%.

En somme, non seulement ESSO ne fournit pas les éléments suffisants pour analyser les éléments de performance opérationnelle qu'elle publie, mais il y a lieu de s'interroger sur le fait de savoir si les données publiées reflètent ce que ces performances devraient être, si ESSO était gérée en respectant les principes de pleine concurrence pour ses achats et ventes avec le groupe EXXON et en cherchant à optimiser son intérêt social et non celui du groupe EXXON.

3.5 ...avant de se normaliser en 2024 et au 1^{er} semestre 2025...

Les résultats de l'industrie du raffinage se sont normalisés en Europe au cours de l'année 2024 et du premier semestre 2025 comme cela est illustré dans la figure 3 qui retrace l'évolution de la marge unitaire publiée par la DGEC.

Cette tendance défavorable a été accentuée concernant ESSO par trois événements ponctuels :

- l'arrêt technique pour maintenance de la raffinerie de Fos-sur-Mer entre le 20 janvier et le 8 mars 2024³¹ ;
- la survenance d'un incendie à la raffinerie de Gravenchon le 11 mars 2024 qui a conduit à ne la faire fonctionner qu'à environ 50% de sa capacité jusqu'au 19 mai 2024³² ;
- l'arrêt pour maintenance programmée de la raffinerie de Gravenchon pendant deux mois et demi sur les mois de mars à mai 2025³³.

ESSO a ainsi enregistré une dégradation de son résultat opérationnel ajusté d'un bénéfice de 884 m€ en 2023 à une légère perte de -8 m€ en 2024 et à un bénéfice de 46 m€ au premier semestre 2025.

³¹ Cf. Document d'enregistrement universel 2023 d'ESSO, page 12.

³² Cf. Rapport financier semestriel 2024 d'ESSO, page 7.

³³ Cf. Rapport financier semestriel 2025 d'ESSO, page 5.

Figure 10. Comparaison des KPI d'ESSO en 2023, 2024 et au 1^{er} semestre 2025

m€ sauf mention contraire	2023	2024	2025 S1
Marge brute	1 740	1 050	337
dont effets stocks	-169	11	-123
Marge brute ajustée des effets stocks	1 909	1 039	460
Charges d'exploitation	-1 025	-1 047	-414
Résultat opérationnel ajusté	884	-8	46
Ventes de produits raffinés (€/m3)	22 681	22 206	7 596
Marge raffinage ajustée unitaire (€/m3)	84	47	61
MB ajustée unitaire (€/t)	76	42	55
MB DGEC (€/t)	71	44	41
EBITDA ajusté	964	59	82

Source : états financiers d'ESSO, calculs Kling

3.6 ... et de connaître une forte amélioration au second semestre 2025

Les résultats d'ESSO devrait être en forte amélioration au second semestre 2025 pour deux raisons.

D'une part, ESSO ne subira pas un arrêt de sa raffinerie d'une durée de deux mois et demi pour maintenance.

D'autre part, les marges de raffinage se sont fortement redressées au 3^{ème} trimestre 2025 par rapport au 1^{er} semestre 2025 (+26,6 € par tonne). Cette amélioration s'élève même à +28,1 € par tonne si on compare la marge moyenne entre juillet et octobre à la marge moyenne du premier semestre.

Si cette tendance en termes de marge devait se poursuivre (c'est-à-dire si l'amélioration des marges de raffinage devait équivalent être entre 1^{er} semestre et le 2^d semestre à l'amélioration observée entre le 1^{er} semestre et les mois de juillet à octobre) à volume équivalent entre le 1^{er} semestre et le 2^d semestre 2025 (ce qui est prudent car l'arrêt de la raffinerie de Gravenchon a pénalisé les volumes du premier semestre 2025 d'ESSO), **le potentiel d'amélioration de l'EBITDA ajusté d'ESSO entre le premier et le second semestre 2025 s'élève mécaniquement à 251 m€ (soit 7,6 m x 28,1 / 0,85).**

3.7 Les résultats accumulés par ESSO entre 2021 et 2023 lui permettent de disposer d'une situation financière solide...

La figure 10 présente le bilan économique d'ESSO entre 2018 et le 1^{er} semestre 2025. L'annexe 3 détaille le calcul du besoin en fonds de roulement (BFR) tandis que la figure 12 ci-après détaille le calcul de la dette financière ajustée présentés dans ce tableau.

Figure 11. Bilan économique d'ESSO entre 2018 et le 1^{er} semestre 2025

En m€	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 S1
Immo. incorporelles	44	42	58	49	40	32	22	18
Immo. corporelles	860	884	513	582	543	487	454	449
Immobilisation d'exploitation	903	926	572	631	583	519	476	467
<i>En % du CA</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>4,1%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,7%</i>	<i>4,0%</i>
Besoin en fonds de roulement	725	415	389	568	2 384	1 174	581	632
<i>En % du CA</i>	<i>4,9%</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,7%</i>	<i>9,6%</i>	<i>6,1%</i>	<i>3,2%</i>	<i>5,4%</i>
Capitaux employés	1 628	1 341	961	1 200	2 967	1 693	1 057	1 099
<i>En % du CA</i>	<i>11,0%</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,3%</i>	<i>7,9%</i>	<i>11,9%</i>	<i>8,8%</i>	<i>5,9%</i>	<i>9,4%</i>
Actifs financiers	206	209	196	197	197	175	168	174
Actifs - Passifs destinés à la vente	0	0	0	0	0	0	0	0
Autres IDA - IDP	-186	-175	-74	-117	-136	-133	-118	-103
Autres provisions	-10	-15	-28	-27	-10	-12	-7	-25
Actif économique	1 638	1 360	1 055	1 253	3 018	1 723	1 100	1 146
Capitaux propres	1 044	927	170	814	1 776	2 344	2 251	1 482
Dette financière ajustée	593	433	885	439	1 243	-622	-1 151	-337
Capital financier	1 638	1 360	1 055	1 253	3 018	1 723	1 100	1 146

Source : états financiers d'ESSO, calculs Kling

Le bilan économique d'ESSO appelle les commentaires suivants :

- Les immobilisations corporelles d'ESSO ont diminué entre 2018 et le 1^{er} semestre 2025 de 860 m€ à 449 m€ sous trois effets :
 - une dotation aux provisions pour dépréciation des actifs corporels en 2020 de 303 m€ suivie d'une reprise limitée à hauteur de 89 m€ en 2021 et de nouvelles dotations en 2022, 2023 et au 1^{er} semestre 2025 à hauteur respectivement de 9 m€, 28 m€ et 60 m€ (soit un effet cumulé net négatif de 311 m€ sur la période) ;
 - un transfert des actifs corporels liés à la raffinerie de Fos-sur-Mer en cours de cession au 1^{er} semestre 2024 vers les actifs destinés à la vente (effet négatif à hauteur de 61 m€³⁴) ;
 - des dotations aux amortissements dépassant le montant des investissements immobilisés.

Il faut noter que les dépréciations susmentionnées des actifs corporels intervenues entre 2020 et 2023, en particulier, posent question dans un contexte où :

- les marges de raffinage se sont considérablement améliorées à partir de 2022 ;

³⁴ Au 1^{er} semestre 2024, les actifs destinés à la vente comportent également des immobilisations incorporelles à hauteur de 1 m€ tandis que les passifs destinés à la vente s'élèvent à 55 m€ dont 47 m€ de provisions pour retraite et autres avantages assimilés et 8 m€ d'autres dettes.

- la cession de la raffinerie de Fos-sur-Mer fait apparaître une plus-value importante par rapport à la valeur des actifs comptables³⁵.

Les explications de la dépréciation enregistrée au 1^{er} semestre 2025, qui apparaissent aux pages 31 et 32 du rapport financier semestriel, paraissent pour le moins obscures, surtout dans un contexte où les marges se sont fortement appréciées à partir du mois de juillet 2025.

- Le BFR d'ESSO a connu des variations importantes à la fois en valeur (un point bas de 389 m€ en 2020 et un point haut de 2.384 m€ en 2022) et en pourcentage de son chiffre d'affaires (point bas de 2,8% en 2019 et un point haut de 9,6% en 2022) entre 2018 et le 1^{er} semestre 2025.

En particulier, le pic atteint fin 2022 (2.384 m€ ou 9,6% du chiffre d'affaires) interroge pour trois raisons :

- il ne s'explique que par un effet de ciseau très négatif entre, d'une part, une importante réduction en fin d'année des délais de paiement sur les achats au groupe EXXON et, d'autre part, une forte augmentation des délais de règlement sur les ventes au groupe EXXON³⁶ ;
- le BFR moyen d'ESSO s'élève à 4,3% de son chiffre d'affaires sur la période 2018 à 2023 en excluant l'année 2022 ;
- il conduit à un niveau de BFR largement supérieur à celui de Total Energies Raffinage France qui a été de 6,3% en 2021, 3,3% en 2022 et 3,9% en 2023³⁷.
- ESSO dispose d'actifs financiers (ci-après, les « **Actifs financiers** »), correspondant, selon notre compréhension, principalement, à des participations dans des entrepôts et des pipelines, évalués à leur juste valeur, selon les principes exposés dans son document de référence, pour un montant de 168 m€ au 31 décembre 2024 et 174 m€ au 30 juin 2025.

Toutefois, ESSO ne fournit, là encore, qu'une information très limitée sur ces actifs financiers et leur mode de valorisation. Ainsi, concernant les participations dans lesquelles ESSO détient moins de 20% du capital, qui ont représenté un flux de dividende de 12,5 m€ sur l'exercice 2024 (soit 74% des dividendes reçus de l'ensemble de ses participations mises à la juste valeur), il est juste possible de savoir, à la lecture de ses rapports annuels, qu'elles comprennent une participation de 17% dans la Société des Transports Pétroliers par Pipelines (TRAPIL)³⁸. Mais cette société ne représente que 56% du chiffre d'affaires des sociétés dans lesquelles elle a moins de 20% du capital mais surtout juste environ 29% de leur résultat net.

³⁵ La note 3 du Rapport financier 2024 indique que la valeur nette comptable des actifs cédés se monte à 65 m€ tandis que la plus-value s'élève à 104 m€ avant coûts de transaction (26 m€) et impôts (19 m€), soit 1,6 fois plus.

³⁶ Cf. Rapport de M. Jean-Luc FOURNIER du 26 juillet 2024. Nos propres calculs corroborent sa conclusion sur ce point même quand on étend la période d'analyse historique à 2020 et 2019.

³⁷ Cf. annexe 4.

³⁸ Par recoupement avec les données indiquées par ESSO dans ses comptes sociaux.

La valeur de 174 m€ retenue au 1^{er} semestre 2025 paraît également très faible (cf. paragraphe 4.3.2) car les dividendes reçus représentent un rendement de 9,8% sur cette base.

De même, on ne peut que s'étonner que le taux d'actualisation (soit 8%) retenu pour les Actifs financiers³⁹, qui sont constituées principalement de participation dans des entrepôts et des pipelines, selon notre compréhension, est équivalent à celui employé pour effectuer les tests de dépréciation de l'activité de raffinage⁴⁰. Pourtant, la volatilité des résultats de sociétés gérant des infrastructures pétrolières est inférieure à celle d'un raffineur au cours du cycle économique, ce qui devrait conduire à retenir un bêta d'actif et un taux d'actualisation plus faible⁴¹.

- Les impôts différés actifs (IDA) nets des impôts différés passifs (IDP) n'intègrent pas l'effet fiscale des provisions pour retraites et la valorisation des reports déficitaires qui est inclus dans le calcul de la trésorerie / dette nette ajustée.
- Les bons résultats obtenus par ESSO lui permettent de disposer au 30 juin 2025 de capitaux propres d'un montant 1.482 m€, après distribution d'un dividende de 53 € par action représentant un montant de 681 m€, tout en conservant une trésorerie nette ajustée de 337 m€.

3.8 ... et de capacités de distribution à ses actionnaires inemployées jusqu'à l'annonce des résultats de l'exercice 2024

ESSO a repris la distribution de ses dividendes au cours de l'année 2023 au titre de ses résultats 2022 à hauteur de 25,7 m€. Le montant distribué en 2024 au titre de l'exercice 2023 s'est élevé à 193 m€.

Ces distributions paraissaient limitées pour les raisons suivantes :

- Elles ont représenté 4% du résultat de l'exercice 2022 et 28% du résultat de l'exercice 2023 et globalement seulement 16% du résultat cumulé de ces deux exercices.
- ESSO disposait fin 2023 d'une trésorerie nette ajustée (avant distribution) d'un montant de 622 m€ (soit trois fois plus que le montant distribué) et à la fin du mois de juin 2024 d'un montant de 750 m€ (soit presque quatre fois plus que le montant distribué, postérieurement au détachement du dividende).
- L'existence d'engagements de retraite non financés n'est pas susceptible de constituer une contrainte puisque les montants des trésoreries nettes précédemment citées sont calculés après déduction des engagements de retraite non financés.

³⁹ Cf. Rapport financier 2024 d'ESSO, page 159.

⁴⁰ Ibid. page 148.

⁴¹ En outre, une société gérant des infrastructures a une capacité à appréhender la valeur des économies d'impôts liées à la dette supérieure à celle d'un raffineur. Son coût moyen pondéré du capital devrait donc être inférieur à celui d'une activité de raffinage de ce seul fait, toutes choses égales par ailleurs.

- On ne voit pas comment une perte sur les stocks serait de nature à compromettre la capacité distributive non utilisée d'ESSO, alors que :
 - une baisse de valeur des stocks affecterait le montant des capitaux propres et non le montant de sa trésorerie nette ;
 - le montant des capitaux propres d'ESSO fin 2023 était supérieur de sept fois à l'effet stock négatif le plus important enregistré par ESSO entre 2018 et 2023 (soit 292 m€ au cours de l'année 2020, particulièrement atypique).

Surtout, le recours à un partenaire bancaire pour financer tout ou partie des stocks d'ESSO et limiter son exposition aux variations des cours du pétrole dans le cadre de la cession à NA montre qu'il existait, au-delà du fait de disposer d'un niveau suffisant de liquidité, des outils permettant de libérer une partie du capital employé par ESSO et de distribuer des dividendes plus importants à ses actionnaires.

- ESSO était en cours de cession de sa raffinerie de Fos-sur-Mer au cours du 1^{er} semestre 2024. Selon le communiqué de presse du 1^{er} novembre 2024 d'ESSO, la réalisation de cette cession a entraîné un paiement en sa faveur d'un montant de 526 m\$ (soit environ 480 m€).

Ainsi, **la volonté affichée de la direction d'ESSO et de son actionnaire majoritaire EXXON de ne pas distribuer la trésorerie excédentaire d'ESSO a été de nature à peser sur sa valorisation boursière** car les actionnaires minoritaires se trouvaient dans la situation de :

- ne pas pouvoir appréhender la totalité de la valeur attachée à leur action ESSO ;
- courir le risque qu'EXXON décide d'investir dans des projets à valeur actuelle nette négative correspondant à sa stratégie globale mais pas nécessairement aux intérêts de l'ensemble des actionnaires d'ESSO.

Or, on le constate dans le cas des sociétés holdings ou foncières, quand un actionnaire n'est pas susceptible d'appréhender la totalité de la valeur de l'actif sous-jacent d'une société et qu'il est exposé à la réalisation d'investissements à valeur actuelle nette négative, une décote importante peut s'appliquer entre la valeur des actifs et le cours de bourse.

Finalement, ESSO a indiqué dans son communiqué du 19 mars 2025 relatif aux résultats de son exercice 2024 que son conseil d'administration allait proposer à l'Assemblée Générale des actionnaires la distribution d'un dividende de 53 € par (soit un montant de 681 m€).

Aucun élément de ce communiqué n'explique pourquoi et dans quelle mesure les restrictions qui avaient jusque-là empêché ce niveau de distribution, selon la direction d'ESSO et son actionnaire majoritaire, avaient évolué.

La hausse enregistrée par le cours du titre ESSO à la suite de la publication de ce communiqué (+14%, cf. paragraphe 5.3.2 a) confirme que la politique de distribution restrictive menée précédemment avaient pesé sur le cours du titres ESSO.

3.9 Implication sur la démarche de valorisation des titres ESSO

Les caractéristiques du secteur du raffinage et d'ESSO présentées précédemment ont différentes implications sur la démarche d'évaluation.

En premier lieu, le secteur du raffinage fait face à de nombreux facteurs d'incertitudes en particulier liés au rythme de déclin de la consommation de pétrole et au niveau des marges qui est susceptible d'en résulter sachant que des chocs géostratégiques peuvent générer un surcroît de volatilité.

Dans le cas d'ESSO, ce phénomène est accentué par le manque de transparence de sa direction concernant les caractéristiques des actifs détenus et leur rentabilité respective, les causes de l'évolution des marges de raffinage et les relations entretenues avec l'actionnaire majoritaire.

Sachant, qui plus est, que le titre n'est pas suivi par des analystes, il est vain, pour un évaluateur externe, de chercher à construire des prévisions sur l'horizon nécessaire pour tenir compte des menaces et opportunités liées à la transition énergétique et au contexte géopolitique.

C'est pour cela qu'il paraît approprié de se reposer sur des méthodes analogiques car les multiples calculs agrègent alors les attentes des investisseurs à propos d'hypothèses qu'il est sinon difficile de définir explicitement.

Bien entendu, les résultats de la méthode dépendent de la possibilité d'identifier des sociétés suffisamment comparables cotées ou ayant fait l'objet d'une transaction sachant que (i) ESSO n'est, encore une fois, pas suffisamment transparente sur les caractéristiques de ses actifs et (ii) les ajustements à effectuer pour tenir compte des différences de caractéristiques entre les actifs d'ESSO et ceux des comparables sont alors difficile à mettre en œuvre.

En deuxième lieu, le fait que les actifs corporels d'ESSO sont évalués avec prudence dans ses comptes comptables tandis que ses Actifs financiers sont nettement sous-évalués permet à la référence à l'actif net comptable consolidé de définir un plancher à la valeur du titre ESSO.

En dernier lieu, le caractère contestable de certaines décisions prises par la direction d'ESSO, selon CANDEL, doit être pris en compte dans la mise en œuvre des méthodes de valorisation, par l'intermédiaire des conséquences que l'action civile ut singuli engagée par CANDEL pourrait avoir.

4. Données structurant l'évaluation du titre ESSO

4.1 Date d'évaluation

L'évaluation des titres ESSO a été réalisée à la date du 14 novembre 2025.

La date de référence retenue dans ce rapport pour les cours de bourse d'ESSO et des comparables correspond au 14 novembre 2025.

Le montant de la dette (trésorerie) nette ajustée des comparables boursiers a été déterminée au 30 juin 2025 en cohérence avec les données disponibles pour ESSO.

4.2 Structure de capital et nombre d'actions retenu

Le capital social d'ESSO est composé de 12.854.578 titres.

Il n'existe pas d'autres instruments donnant accès au capital.

Le nombre d'actions retenu s'élève donc à 12.854.578.

4.3 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres

Nous avons retenu deux éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres d'ESSO :

- la trésorerie / dette nette ajustée (4.3.1) ;
- les participations non consolidées évaluées à leur juste valeur (4.3.2).

4.3.1 Trésorerie / dette nette ajustée

La figure suivante détaille le calcul de la trésorerie / dette nette ajustée d'ESSO et son évolution dans le temps (voir les données reprises dans la figure 11).

Figure 12. Evolution de la trésorerie / dette nette ajustée d'ESSO (en m€)

En m€	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 S1
Emprunts et dettes financières	35	52	33	41	774	40	17	698
Provisions pour retraites	1 114	1 236	1 191	1 075	608	453	338	349
IDA prov retraites	-292	-326	-308	-277	-157	-116	-87	-90
Prov° remise état / restruct.	58	63	77	97	105	103	128	128
IDA déficits reportables	-96	-107	-95	-74	-65	-45	-38	-58
Trésorerie	-218	-478	-9	-411	0	-1 047	-1 496	-1 313
Créances financières à court terme	-6	-6	-5	-12	-23	-9	-14	-50
Trésorerie (-) / dette (+) nette ajustée	593	433	885	439	1 243	-622	-1 151	-337

Source : états financiers d'ESSO, calculs Kling

Le calcul de la **trésorerie nette ajustée d'ESSO au 30 juin 2025**, qui s'élève à **337 m€**, appelle les commentaires suivants :

- les emprunts et dettes financières au bilan (16 m€) sont majorés du dividende à verser à la suite des décisions de l'Assemblée Générale des actionnaires du 4 juin 2025 (681 m€ sur la base d'un dividende par action de 53 €) ;
- les provisions pour retraites (349 m€) sont en partie compensée par un impôt différé actif de 90 m€ ;
- le montant des provisions pour remise en état et de restructuration (128 m€) correspond à celui du 31 décembre 2024 car cette information n'est pas disponible dans les comptes semestriels 2025 ;
- les impôts différés actifs liés aux déficits reportables (58 m€) correspondent à une perte fiscale reportable d'un montant de 226 m€ ;
- les créances financières (50 m€) correspondent à des créances sur d'autres sociétés affiliées du groupe EXXON selon le rapport annuel 2024.

Le dividende par action de 60,31 € voté par l'Assemblée Générale des actionnaires du 4 novembre 2025 représente un montant de 775 m€. Après sa distribution, la **dette financière nette ajustée d'ESSO s'élève à 439 m€** sur la base des données de son bilan semestriel 2025 (soit -337 m€ + 775 m€).

4.3.2 Participations non consolidées évaluées à leur juste valeur

ESSO dispose à son bilan de participations non consolidées évaluées à leur juste valeur (ci-après, les « **Participations non consolidées** ») qui ont lui distribué des dividendes d'un montant de 22 m€ sur le 1^{er} semestre 2025⁴² et de 21,5 m€ sur l'exercice 2024⁴³.

Ces dividendes proviennent en partie, mais pas en totalité, des Actifs financiers (cf. paragraphe 3.7). En 2024, ESSO a, en effet, encaissé 16,961 m€ de dividendes des Actifs financiers, soit un montant inférieur de 4,5 m€ à la totalité des dividendes encaissés de ses Participations non consolidées.

Plus généralement, la figure 13 montre qu'il existe régulièrement un écart significatif entre les dividendes qu'ESSO encaisse de ses Actifs financiers et les dividendes versés par ses Participations non consolidées.

Figure 13. Comparaison des dividendes encaissés des Actifs financiers et des dividendes distribués par les Participations non consolidées

En k€	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Dividendes versés par les filiales non consolidées	19 400	14 400	16 400	14 500	19 000	21 500
Dividendes Actifs financiers	17 388	13 158	16 113	14 484	14 603	16 961
Ecart	2 012	1 242	287	16	4 397	4 539

Source : états financiers d'ESSO, calculs Kling

⁴² Cf. Rapport financier semestriel 2025, page 11.

⁴³ Cf. Rapport financier 2024, page 157.

Toutefois, dans ses états financiers, ESSO ne fournit aucun élément permettant de réconcilier ces deux chiffres et d'identifier les actifs à l'origine d'un flux financier d'environ 4,0 m€ au cours de ses deux derniers exercices clos.

Après différentes recherches et par recoupement, il nous semble raisonnable de considérer que ces dividendes proviendraient de la participation de 7,2% d'ESSO dans la SA de Gestion des stocks de sécurité pétroliers.

Cette société gère l'obligation relative à la constitution de stocks stratégiques. A la clôture de son exercice 2024, elle détenait des capitaux propres d'un montant de 313 m€ après réalisation d'un résultat de 71 m€.

Si on évalue, prudemment, cette participation sur la base de la quote-part que la participation qu'ESSO représente dans ses capitaux propres, on arrive à une valeur de 22,5 m€.

L'origine de ce flux de dividende des Participations non consolidées, les actifs financiers qui en sont à l'origine et leur valorisation devront nécessairement être précisés dans le cadre de l'expertise indépendante devant se prononcer sur les conditions financières de l'Offre.

Dans ce cadre, les informations fournies par ESSO dans ses états financiers ne permettent d'évaluer que les Actifs financiers et encore pas dans leur totalité car elle n'en fournit pas la liste exhaustive.

En fin de compte, nous n'avons réévalué que les Actifs financiers dont nous avons pu identifier l'existence et le niveau de participation qu'ils représentaient.

Nous avons ainsi pu identifier qu'ESSO détient des participations dans la Société du Pipeline Sud-Européen (ou SPSE) et le Groupe Pétrolier d'Aviation, sans toutefois en connaître le niveau. Nous ne pouvons donc pas les valoriser.

Il ne peut pas être exclu non plus que les Actifs financiers enregistrés au bilan d'ESSO incluent des participations que nous n'avons pas été en mesure d'identifier.

La liste exhaustive des participations incluses dans les Actifs financiers, les caractéristiques de ces participations et leur valorisation devront également être précisées dans le cadre de l'expertise indépendante.

Les Actifs financiers dont nous avons pu **identifier l'existence et le niveau de la participation d'ESSO** ont été réévalués en distinguant trois catégories :

- 1/ Les **actifs financiers considérés comme les moins significatifs** ont été réévalués sur la base de la **quote-part de leurs capitaux propres** indiqués dans le tableau des actifs financiers du rapport financier 2024 d'ESSO.
- 2/ Les **actifs financiers considérés comme les plus significatifs** ont été réévalués sur la base d'une méthode simplifiée **d'actualisation des flux futurs de trésorerie** (DCF selon l'approche simplifiée de Gordon Shapiro). Quand cela était possible, nous avons recoupé cette approche avec la référence à des transactions récentes intervenues sur leur capital.

Pour cela, nous avons calculé la valeur d'entreprise sur la base :

- d'un flux de trésorerie constant correspondant au résultat d'exploitation moyen de 2022 à 2024 (compte tenu de la date de normalisation de l'activité post Covid) après impôt au taux normatif de 25,8%⁴⁴ ;
- actualisé à un taux sur fonds propres sans dette de 6,0 % (cf. annexe 5).

Nous avons retenu un taux de croissance nul, ce qui :

- est cohérent avec le fait de ne pas retenir d'investissement net et de variation du BFR pour le calcul du flux de trésorerie constant ;
- revient implicitement à retenir une décroissance des volumes d'environ -2,0% compte tenu d'une inflation anticipée de 2,0%.

Cette hypothèse de croissance nulle semble prudente, compte tenu de l'évolution positive du résultat d'exploitation constaté sur la période 2019-2024 pour la plupart des sociétés dont les participations sont classées en Actifs financiers.

Ainsi, le taux de croissance annuel moyen du résultat d'exploitation de TRAPIL s'élève à +2,0%, celui de SPMR à -0,5% à partir d'une base haute en 2019, celui de Raffinerie du Midi à +5,5%, celui de Dépôt de Pétrole d'Orléans à +5,1%, celui de SPBA à +7,8% et celui de Dépôts de Pétrole Côtiers à +3,9%.

La formule simplifiée de Gordon Shapiro que nous avons utilisée, qui rapporte le flux normatif au taux d'actualisation, considère, implicitement, que les flux de trésorerie sont des flux de fin de période. Il en résulte qu'elle donne une vision prudente de la valeur des titres des Actifs financiers évalués ainsi pour deux raisons. D'une part, le flux 2025 est implicitement exclu de la valeur d'entreprise, ce qui fait plus que compenser l'absence de prise en compte du dividende versé en 2025 dans la dette financière nette que nous retenons (puisque les Actifs financiers ne versent pas la totalité de leurs résultats). D'autre part, le flux 2026 est actualisé sur un an alors qu'il devrait être actualisé sur 7 mois et demi à la date du 14 novembre 2025, si on considère que les flux sont des flux de milieu de période (soit entre le 14 novembre 2025 et le 30 juin 2026), ce qui est raisonnable pour une activité régulière comme la gestion d'infrastructure pétrolière.

3/ La participation d'ESSO dans la société **Docks des Pétroles d'Ambes** a été réévaluée sur la base de sa capitalisation boursière au 14 novembre 2025⁴⁵.

⁴⁴ Par exception à ce principe :

- Il a été tenu compte d'une décote de 50% sur le flux de trésorerie normatif de SMCA afin de tenir compte de la perte d'une concession à Roissy.
- Il a été retenu une durée d'actualisation des flux de 7 ans et 5 mois cohérente avec la date où s'achèvera sa concession en mai 2032.

⁴⁵ Source : Bloomberg. Moyenne des 20 derniers jours de bourse.

Nous estimons les Actifs financiers que nous avons pu identifier à 347,1 m€, comme le détaille le tableau ci-dessous⁴⁶.

Figure 14. Valorisation des Actifs financiers identifiés

En k€	Méthode	Valeur des titres	% ESSO	Valeur part. ESSO
Filiale - participation supérieure à 50%				
SPR	QP CP	7 188	50,01%	3 595
Participations entre 20% et 50%				
SPVM	QP CP	6 317	48,00%	3 032
SPLRL	QP CP	5 413	43,00%	2 328
SOGEPP	QP CP	15 558	37,00%	5 756
SPBA	DCF	24 786	34,00%	8 427
Raffinerie du Midi	DCF	124 800	33,33%	41 600
SMCA	DCF	168 775	33,33%	56 258
DPC	DCF	27 438	25,85%	7 093
Participations inférieures à 20%				
TRAPIL	DCF	845 370	17,23%	145 657
SPMR	DCF	453 030	14,17%	64 194
Docks des Pétroles d'Ambes	Cours bourse	91 565	10,00%	9 157
Total				347 098

La sensibilité de cette valorisation a un écart de +/- 0,25% de taux d'actualisation ou de taux de croissance à long terme est de +/- 13 m€.

Nous n'appliquons pas de décote de minorité à nos valorisations des Actifs financiers car nous n'identifions pas dans quelle mesure cette situation constituerait un inconvénient :

- Malgré les éventuelles clauses d'agrément qui peuvent exister dans les statuts des sociétés dont ESSO est actionnaire, ces participations peuvent être monétisées, et ne sont donc pas illiquides, comme le démontrent les transactions intervenues sur le capital de TRAPIL et SPMR.
- Les sociétés dans lesquelles ESSO détient une participation distribuent une fraction très importante, voire la quasi-totalité, de leurs résultats. Les actionnaires minoritaires de ces sociétés ont donc accès aux flux générés par les activités de ces sociétés.
- Le capital des sociétés dans lesquelles ESSO détient une participation est souvent réparti entre plusieurs actionnaires, souvent d'autres compagnies pétrolières ou des investisseurs institutionnels. Les intérêts des actionnaires de ces sociétés paraissent donc aligner en faveur d'une distribution des résultats disponibles, comme l'illustre le point précédent.

Comme cela est détaillé dans l'annexe 6, nous observons, par ailleurs, que nos valorisations sont cohérentes avec les valorisations sur la base desquelles des transactions sont intervenues récemment sur des participations également minoritaires.

⁴⁶ Le détail des calculs aboutissant aux valeurs de titres est fourni en annexe 6.

Par conséquent, il ne serait pas justifié d'appliquer une décote sur le résultat de nos travaux de valorisation.

La juste valeur des Actifs financiers dans les comptes consolidés d'ESSO (174 m€) fait donc ressortir une **décote de 50%** par rapport à notre estimation, qui est **prudente** compte tenu de la manière dont nous appliquons la méthode de Gordon Shapiro et parce que nous ne retenons pas l'impact de la valeur des économies d'impôt liées à la dette dans le taux d'actualisation et nous ne prenons pas en compte la totalité des Actifs financiers.

4.4 **Prise en compte de l'action civile ut singuli**

Comme indiqué précédemment, CANDEL a assigné M. AMYOT, es qualité de président directeur général et administrateur d'ESSO pour faire juger que celui-ci a commis des fautes à l'encontre d'ESSO et obtenir réparation du préjudice qu'elle a subi.

CANDEL estime que ce dernier est constitué des éléments suivants, sauf à parfaire à la suite de la désignation d'un expert judiciaire :

- entre 674 m€ et 2.695 m€ du fait de marges injustifiées sur les achats et les ventes intragroupes pour la période 2020 à 2023 ;
- 721 m€ du fait d'autres anomalies dont en particulier la constitution d'une provision pour hausse des prix et d'une réserve facultative pour fluctuation des cours.

Il convient de noter que les approches d'évaluations que nous avons mises en œuvre prennent en compte les capitaux propres et / ou la trésorerie en contrepartie de la provision pour hausse de prix enregistrée par ESSO et de réserve facultative pour fluctuation des cours.

En revanche, nos approches d'évaluation ne tiennent pas compte de la réparation du préjudice lié aux marges injustifiées réalisées par EXXON sur les achats et les ventes intragroupes pour la période 2020 à 2023.

Le milieu de la fourchette de ces demandes est susceptible de représenter un montant par action ESSO de 131 €⁴⁷.

⁴⁷ Soit (674 m€ + 2.695 m€) / 12,855 m titres.

5. Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées

5.1 Référence aux objectifs de cours des analystes

L'objectif de cours d'un analyste constitue l'opinion d'un professionnel suivant une société sur le cours que son titre pourrait atteindre à horizon de 6 à 18 mois.

La base de données Bloomberg ne fait pas apparaître que le titre ESSO soit suivi par des analystes.

C'est pourquoi cette référence n'a pas été retenue.

5.2 Référence au prix unitaire des actions ESSO dans le cadre de l'Opération

5.2.1 Principe

Le prix payé dans le cadre d'une transaction constitue une référence pertinente si celle-ci est effectuée entre des parties indépendantes et informées n'agissant pas de manière contrainte et si elle ne se s'accompagne d'accords connexes qui ne respecteraient pas le principe d'égalité de traitement entre actionnaires, autrement dit si ces accords connexes ne représentent pas un avantage accordé par l'acheteur à l'actionnaire vendeur.

5.2.2 Présentation de l'Opération

L'Opération s'avère complexe, car le prix par action ESSO offert par NA à EXXON et aux minoritaires est soumis à différents ajustements, et parce qu'elle comprend plusieurs opérations connexes.

a) Le prix par action ESSO offert par NA à EXXON et aux minoritaires

Le prix par action ESSO que NA offrira à EXXON a pour base un montant de **149,19 €** avant distributions et ajustements (ci-après, le « **Prix de base** »).

Les communiqués du 28 mai 2025 d'ESSO et de NA indiquent que le Prix de base fera l'objet des ajustements suivants :

- un **ajustement à la baisse** du montant des **distributions** qu'ESSO réaliserait avant la date de cession de la participation d'EXXON à NA (ci-après, la « **Date de réalisation** ») ;
- un **ajustement à la hausse** correspondant à des **intérêts** calculés successivement (i) sur un montant de 362 m€ au taux d'intérêt à court terme européen (€STR) majoré d'une marge de 2,0% et (ii) sur un montant de 950 m€ à un taux d'intérêt fixe de 2,4%, sur la période entre le 2 mars 2025 et la Date de réalisation (ci-après, le **Ticking fee** ») ;
- un **ajustement à la hausse** sur la base du **prix de cession** par ESSO à EXXON (i) de marques déposées et d'autres droits de propriétés intellectuelles ainsi que (ii) un fonds de commerce de commercialisation de lubrifiants et de produits spécialisés (ci-après, les « **Actifs détournés** ») ;

- un **ajustement à la hausse ou à la baisse** reflétant l'évolution de la valeur **d'un stock de dix millions de barils** de pétrole brut entre le 31 décembre 2024 et la Date de réalisation (ci-après, « **l'Ajustement sur les stocks** »).

Des communiqués d'ESSO et de NA sont venus précisés ces ajustements.

Le communiqué d'ESSO du 24 septembre 2025 indique que :

- Il sera proposé à l'Assemblée Générale des actionnaires d'ESSO du 4 novembre 2025 de procéder à une distribution de 60,21 € par action, qui viendrait s'imputer sur le Prix de base. Ainsi, les distributions venant s'imputer sur le Prix de base s'élèvent à **113,21 €**.
- Les Actifs détournés seront cédés par ESSO pour un montant global de **28 m€** dont 8 m€ pour le fonds de commerce de commercialisation de lubrifiants et de produits de spécialité (dont 3 m€ pour des inventaires) et 20 m€ pour certaines marques déposées et autres droits de propriété intellectuelle.

Le communiqué de NA du même jour indique que la fixation du prix par action offert par NA à EXXON tiendra compte d'un ajustement supplémentaire à la baisse pour tenir compte de certains passifs sociaux sans que, toutefois, celui-ci ne s'applique aux actionnaires minoritaires.

Le communiqué de NA du 6 octobre 2025 précise que l'Ajustement sur les stocks a été calculé en prenant comme base le cours du Brent et qu'il était négatif à hauteur de **-11,01 €** par action.

Le communiqué de NA du 10 novembre 2025 indique que l'ajustement relatif au prix de cession des Actifs détournés sera retenu **net d'impôt**.

Surtout, ce communiqué ajoute que le prix par action offert par NA à EXXON s'établira à **26,19 €** en cas de réalisation de l'Opération le 28 novembre 2025, tandis que le Prix d'offre offert aux minoritaires s'élèvera à **28,93 €**. La différence entre ces deux prix unitaires est liée à « *des pertes liées aux passifs sociaux postérieurs à la date de réalisation* ».

Nous emploierons dans la suite du présent rapport le terme « **Prix ajusté** » pour désigner le Prix de base ajusté des distributions, du Ticking fee, du prix de cession net d'impôt des Actifs détournés et de l'Ajustement sur les stocks qui sera versé par action ESSO à EXXON par NA.

Le Prix ajusté estimé à une certaine date correspondra alors au Prix ajusté en prenant en compte chaque ajustement sur la base de l'estimation qui peut en être faite à cette date (par exemple, le cumul des intérêts calculés à cette date en fonction de l'€STR majoré d'une marge ou l'Ajustement sur les stocks déterminé à partir du cours du Brent en euro à cette date).

b) Les opérations connexes

L'Opération comporte plusieurs opérations connexes qui sont susceptibles de rompre l'égalité de traitement entre EXXON et les actionnaires minoritaires. Il s'agit de :

- la cession des actions d'EMCF par EXXON à NA ;
- la cession des Actifs détournés par ESSO à EXXON ;
- la conclusion de contrats d'approvisionnement en pétrole brut entre ESSO et certains affiliés d'EXXON.

Les informations publiques fournies par EXXON, NA et ESSO ne permettent pas à un évaluateur externe de vérifier si ces opérations respectent le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires étant observé que :

- EMCF est une société dont les activités sont chroniquement déficitaires depuis plusieurs années (515 m€ en 2023 et 486 m€ en 2024) et dont les capitaux propres étaient négatifs au 31 décembre 2024 à hauteur de -419 m€.

ExxonMobil France Holding a procédé, selon notre compréhension, à deux augmentations de capital d'EMCF (398 m€ et 70 m€ par décision de l'associé unique respectivement du 12 juin et du 29 septembre 2025) qui permettent à ses capitaux propres de redevenir positif (soit $-419 \text{ m€} + 398 \text{ m€} + 70 \text{ m€} = 49 \text{ m€}$).

Il est, toutefois, légitime de se demander dans quelle mesure cette acquisition d'un actif fortement déficitaire (EMCF), dont la situation nette est à peine à l'équilibre, est compensée par le paiement d'un prix par action ESSO plus faible que sa valeur réelle.

- Aucun détail n'a été fourni par ESSO pour justifier le prix de cession des Actifs détournés.
- Aucun détail n'a également été fourni par ESSO concernant les conditions des contrats d'approvisionnement qui seront conclus avec des affiliés d'EXXON.

D'ailleurs, on peut s'interroger sur la nécessité de renégocier les accords existants s'ils ont déjà été conclus à des conditions de marché, ou de conclure ces nouveaux accords d'approvisionnement à long terme avec EXXON, alors qu'il existe de nombreuses sources, entre lesquelles optimiser son approvisionnement, et de nombreux autres traders.

La possibilité pour EXXON de conclure un accord d'approvisionnement avec ESSO représente manifestement un avantage, ne serait-ce qu'en raison des options qui sont habituellement incluses dans ce type de contrat en faveur du fournisseur de pétrole brut. Or, aucune information n'a été fournie aux actionnaires minoritaires pour leur permettre de comprendre comment la possibilité de conclure un accord d'approvisionnement avec ESSO a été valorisée dans le cadre de la cession des actions d'EXXON. Il ne peut donc pas être exclu qu'EXXON n'a pas cherché à valoriser dans le cadre de la cession de ses actions ESSO la possibilité pour un acquéreur de maîtriser l'approvisionnement d'ESSO pour conserver l'intégralité des avantages d'un tel contrat, sans donc en partager la valeur avec les actionnaires minoritaires d'ESSO.

- ESSO n'a pas soumis les contrats de cession des Actifs détournés ni les contrats d'approvisionnement à long terme en pétrole brut conclus avec EXXON à la procédure de ratification des conventions réglementées lors de son Assemblée Générale des actionnaires du 4 novembre prochain, c'est-à-dire lors d'une assemblée où EXXON ne pourrait pas participer au vote de la résolution sur l'approbation de ces conventions.

Ces opérations connexes devront nécessairement être analysées dans le cadre de l'expertise indépendante devant se prononcer sur les conditions financières de l'offre.

5.2.3 Sur la pertinence du prix offert par NA à EXXON ou aux minoritaires à la Date de réalisation pour apprécier la valeur des titres ESSO

La référence au prix par action ESSO qui sera offert à EXXON ou aux minoritaires à la Date de réalisation (respectivement 26,19 € ou 28,93 € si la Date de réalisation est le 28 novembre 2025) ne nous paraît pas pertinente pour déterminer la valeur des titres ESSO pour deux séries de raisons.

D'une part, l'Opération contient trop d'opérations connexes sur lesquelles EXXON, NA et ESSO entretiennent une opacité coutumière pour que l'on puisse vérifier qu'elles ne rompent pas le principe d'égalité de traitement entre actionnaires.

D'autre part, l'Opération a été négociée et conclue dans un contexte très différent de celui qui prévaut actuellement et qui prévaudra quand l'Offre sera lancée.

On comprend que l'Opération a été négociée entre le début du mois de mars (soit la date de début de calcul du Ticking fee) et la fin du mois de mai 2025 (soit la date d'annonce de l'entrée en négociation exclusive).

Or, les marges de raffinage se sont fortement appréciées depuis.

La marge moyenne de raffinage s'est élevée à 64,6 € par tonne entre les mois de juin et d'octobre 2025 selon la DGEC (et à **69,2 € depuis le début du deuxième semestre 2025**) tandis qu'elle s'est élevée en moyenne à 37,7 € par tonne entre les mois de mars et de mai 2025.

Pour mettre en perspective cette marge de raffinage de 69 € par tonne constatée par la DGEC depuis le début du second semestre 2025, il convient de rappeler qu'elle s'est élevée en moyenne à 71 € par tonne en 2023, année au cours de laquelle ESSO a enregistré un EBITDA ajusté historiquement élevé (cf. figure 7).

Cette évolution positive des marges de raffinage aura donc un effet notable sur les comptes du second semestre 2025 d'ESSO que l'on peut estimer à 209 m€ au niveau du résultat net⁴⁸ (soit 16,3 € par action), par rapport aux anticipations au moment la négociation de l'Opération, à partir des hypothèses suivantes :

- un volume de vente de produits raffinés de 7,6 m³ équivalent à celui du 1^{er} semestre 2025⁴⁹ ;
- un indice de masse volumique de 0,85⁵⁰ ;
- un écart de marge de raffinage de 31,5 € par tonne, soit la différence entre la marge observée depuis le début du second semestre 2025 (69,2 € par tonne) et la marge anticipée lors des négociations de l'Opération sur la base de la marge moyenne de la période de mars à mai 2025 (37,7 € par tonne).

Les prix par action que NA offrira à EXXON et aux actionnaires minoritaires n'étant pas pertinents pour apprécier la valeur des actions ESSO, il ne pourra être tiré aucune conclusion

⁴⁸ Soit $7,6 \text{ m} / 0,85 \times (69,2 \text{ €} - 37,7 \text{ €}) \times (1 - 25,83\%)$.

⁴⁹ Ce volume paraît prudent car le site de Gravenchon a été en arrêt pour maintenance pendant une période de deux mois et demi au premier semestre 2025.

⁵⁰ 1 tonne de pétrole brut égal en moyenne 0,85 m³ de produits raffinés.

sur le caractère équitable du Prix d'offre du constat que celui-ci est très légèrement supérieur au prix offert à EXXON (soit un écart de 2,74 € par action ou de +10,5%).

5.3 Référence au cours de bourse

5.3.1 Principe

Le cours de bourse correspond au prix d'équilibre résultant de la confrontation entre l'offre et la demande émanant des investisseurs, à un instant précis.

Le cours de bourse d'une société est efficient s'il reflète l'ensemble des informations **disponibles** concernant cette société et son environnement économique et **nécessaires** à l'évaluation de cette société.

Deux conditions se dégagent habituellement pour qu'il en soit ainsi.

En premier lieu, le titre doit être **liquide**, c'est-à-dire qu'il doit pouvoir être échangé rapidement et à un faible coût⁵¹. S'il n'en est pas ainsi, les investisseurs attendront qu'un écart suffisamment grand apparaisse entre le cours d'un titre et sa valeur estimée pour intervenir, de telle sorte que le cours n'intégrera qu'avec retard l'ensemble des informations pertinentes pour l'évaluation du titre. La liquidité d'un titre est souvent mesurée au travers du taux de rotation de son capital ou de son flottant car plus les coûts de transaction sur un titre sont faibles plus il est échangé.

En second lieu, **les opinions favorables et défavorables à l'égard d'un titre doivent pouvoir être intégrées dans son cours**, ce qui suppose qu'il ne soit pas sujet à des limites à l'arbitrage, autrement dit qu'il puisse être vendu à découvert. S'il en est différemment, le cours reflètera les opinions des investisseurs les plus optimistes, ce phénomène se trouvant exacerbé pour les sociétés pour lesquelles les divergences d'opinions sont les plus importantes⁵². Les limites à l'arbitrage d'un titre sont souvent mesurées à partir du coût du prêt-emprunt sur titres (ou marge de repo), du pourcentage de son capital détenu par des investisseurs institutionnels⁵³ et de sa volatilité, qui est un proxy du risque d'arbitrage⁵⁴.

Une troisième condition, qu'il est habituellement considéré comme étant implicitement remplie, est que les investisseurs disposent d'une information suffisante pour évaluer le titre et qu'il est, dès lors, juste nécessaire de vérifier qu'elle est incorporée de manière efficiente (respect des conditions 1 et 2 ci-dessus).

Or, nos analyses font apparaître que **l'information financière fournie par ESSO à ses actionnaires est à la fois insuffisante et opaque, ce qui ne permet pas de**

⁵¹ Les coûts de transaction visés correspondent en particulier aux commissions de courtage, au bid-ask spread pour les ordres d'un faible volume et à l'impact sur le cours pour les ordres d'un volume plus important émanant des investisseurs institutionnels.

⁵² Miller, E.M., Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, *Journal of Finance*, 1977, vol. 32 n°4.

⁵³ Car ils sont plus à même que les investisseurs individuels de prêter leurs titres et donc d'alimenter le marché du prêt-emprunt de titres.

⁵⁴ Plus la volatilité est forte plus il existe un risque important pour l'arbitragiste que le cours du titre qu'il vend à découvert continue à s'écarter de sa valeur estimée et qu'il doive clôturer sa position par anticipation, faute de capital suffisant pour la maintenir. Voir par exemple : Gromb, D., Vayanos, D., Limits of Arbitrage, *Annual Review of Financial Economics*, 2010.

considérer que le cours de bourse représente une référence de valorisation pertinente :

- ESSO ne fournit **aucune explication concernant le niveau de sa marge brute de raffinage**, son calcul précis, son évolution et son positionnement par rapport au benchmark qu'elle a choisi de mettre en avant (la marge DGEC).
- ESSO ne fournit **aucune information sur les caractéristiques qualitatives essentielles à la détermination de la valeur des raffineries** : leur indice de complexité, l'intérêt de leur positionnement géographique, leur positionnement sur la structure de coûts de l'industrie...
- ESSO a **réduit les informations fournies concernant ses relations avec le groupe EXXON** bien que ces relations puissent être biaisées en faveur d'EXXON, soit à la faveur de marges injustifiées sur les achats et les ventes réciproques, soit par la prise de décisions d'approvisionnement en brut ou de production de produits raffinés qui soient sous-optimales au niveau d'ESSO mais optimales au niveau d'EXXON.
- **Les informations fournies concernant les filiales non consolidées générant les dividendes versés à ESSO et les Actifs financiers sont très insuffisantes.** En outre, les Actifs financiers sont valorisés dans les comptes consolidés d'ESSO à une valeur inférieure d'environ 50% à leur valeur réelle selon nos analyses.

Par ailleurs, le cours du titre ESSO a été manifestement tiré vers le bas par les décisions répétées de son actionnaire majoritaire de ne pas distribuer ses réserves financières excédentaires, ce qui les exposait à une utilisation inefficace (cf. paragraphe 3.8). La meilleure preuve en est que l'action ESSO a progressé de 14% le 20 mars 2025 à l'annonce de la distribution d'un dividende de 53 € par action.

Ce manque de transparence d'ESSO conjugué à des décisions de distribution non optimales a très vraisemblablement conduit des investisseurs à se détourner du titre ESSO et contribué à ce que son cours soit biaisé à la baisse par rapport à sa valeur fondamentale. Cette situation explique aussi pourquoi il peut exister un écart entre le cours du titre ESSO, qui doit refléter, théoriquement, l'ensemble des informations publiques, et la valeur du titre ESSO que nous obtenons à partir de différentes références et méthodes utilisant l'information publique.

En conclusion, le cours de bourse du titre ESSO ne peut donc pas être retenu comme une référence de valorisation pertinente.

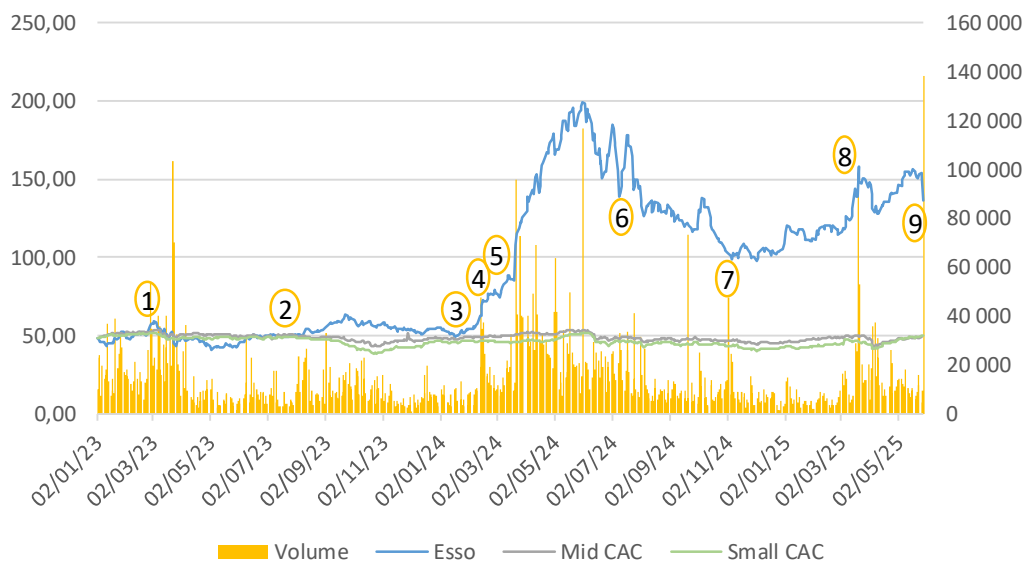
A titre d'information, nous fournissons ci-dessous néanmoins, une analyse des références habituellement mises en avant dans les expertises indépendantes.

5.3.2 Références au cours de bourse indiquées habituellement dans les analyses indépendantes – à titre d'information

a) Evolution du cours de bourse

La figure ci-dessous compare l'évolution du cours du titre ESSO et des indices Small et Mid CAC entre le 1^{er} janvier 2023 et le 28 mai 2025, c'est-à-dire la date d'annonce de l'Opération.

Figure 15. Evolution du cours du titre ESSO et des indices Small et Mid CAC (Bloomberg)



Date	Annonces
① 23/03/23	Annonce des résultats annuels 2022
② 02/08/23	Résultat 1er semestre consolidés 2023
③ 11/03/24	Incendie à la raffinerie Esso de Gravenchon
④ 21/03/24	Annonce des résultats annuels consolidés 2023
⑤ 11/04/24	Annonce de projet de vente de ses activités de raffinage et logistique du sud de la France à la société Rhone Energies, Réorganisation des activités du groupe Esso S.A.F
⑥ 08/07/24	Détachement du dividende : 15€
⑦ 01/11/24	Finalisation de la vente de ses activités de raffinage et de logistique du sud de la France à Rhône Energies
⑧ 19/03/25	Publication des résultats 2024 et annonce d'un dividende de 53 € par action
⑨ 28/05/25	Entrée en négociation exclusive entre EXXON et NA

Le cours du titre ESSO a peu évolué sur l'année 2023, malgré la poursuite de la bonne orientation des marges de raffinage, avec une hausse de +13% et en s'inscrivant dans une fourchette de 41 € à 63 €.

Il a pris une orientation très positive à partir de la mi-février 2024 avec une accélération à la faveur de l'annonce des résultats de l'exercice 2023 et du projet de cession de la raffinerie de Fos-sur-Mer. Le titre a poursuivi sur cette lancée jusqu'à la fin du mois de mai 2024 où il atteint un sommet en clôture de 199,4 €.

Il a ensuite suivi, jusqu'à la fin de l'année 2024, une tendance baissière, sans doute dans le sillage de la normalisation des marges de raffinage vers un niveau relativement bas au cours du second semestre de la même année. Sa division par deux par rapport à son sommet vers 100 € s'explique également par le détachement d'un dividende de 15 € début juillet 2024.

Le cours du titre ESSO a remonté à partir du début de l'année 2025 et a réagi très positivement au communiqué relatif aux résultats de l'exercice 2024 dans lequel il était annoncé le versement d'un dividende de 53,0 € par titre (+14%).

L'annonce des conditions financières de l'Opération a entraîné une **chute du cours d'ESSO de -10,7%**.

b) Analyse des différentes références basées sur le cours de bourse

Nous présentons ci-dessous le cours de bourse d'ESSO au 27 mai 2025 (soit le dernier jour de cotation avant la prise en compte de l'annonce de l'Opération) et les cours moyens pondérés par les volumes sur une période d'un, trois, six et douze mois calculés à cette même date, ainsi que la rotation du flottant. Les cours quotidiens retenus sont les cours de clôture.

Nous présentons également la prime et la décote entre ces références de cours et le Prix ajusté que les actionnaires pouvaient estimer sur la base des éléments communiqués par NA et ESSO le 27 mai 2025.

Nous retenons pour ce faire un **Prix ajusté estimé au 27 mai 2025 de 139,64 €** correspondant :

- au Prix de base de 149,19 € ;
- majoré du Ticking fee estimé au 27 mai 2025 (+0,71 €) ;
- majoré du prix de cession des Actifs détournés (+1,81 €)⁵⁵ ;
- minoré d'un ajustement sur les stocks calculés à partir d'un volume de brut de 10 millions de barils, du cours du Brent⁵⁶ et du taux de change EUR / USD du 27 mai 2025 (-12,07 €).

Figure 16. Analyse des références au cours de bourse d'ESSO⁵⁷

	Spot au 27/05/25	1 mois	Moyenne		1 an
			3 mois	6 mois	
Cours moy pondéré par les volumes (en €)	152,30	150,27	141,90	133,73	140,69
+ haut (en €)		156,40	158,40	158,40	199,40
+ bas (en €)		141,00	115,00	97,80	97,80
Volume moyen de titres		10 679	15 615	10 308	12 186
Volume cumulé de titres		224 254	936 923	1 288 448	3 131 816
Rotation du flottant		10,20%	42,60%	58,58%	142,39%
Prime / décote	-8,3%	-7,1%	-1,6%	4,4%	-0,7%

⁵⁵ ESSO a communiqué le 24 septembre 2025 que le prix de cession des Actifs détournés s'élève à 28 m€ (soit 2,18 € par action). Notre analyse du prix unitaire de 28,93 € que NA offrira aux actionnaires minoritaires si l'Opération est réalisée le 28 novembre 2025 fait ressortir que **l'ajustement relatif aux Actifs détournés net d'impôt est de 1,81 €**, soit la différence entre d'une part 28,93 € et d'autre part 149,19 € de Prix de base moins les distributions de 113,21 €, plus le Ticking fee estimé à 2,15 le 27 novembre 2025, moins l'Ajustement de stock de 11,01 €.

⁵⁶ NA n'a précisé que dans son communiqué du 6 octobre 2025 que ce serait le cours du Brent qui servirait au calcul de l'Ajustement sur les stocks.

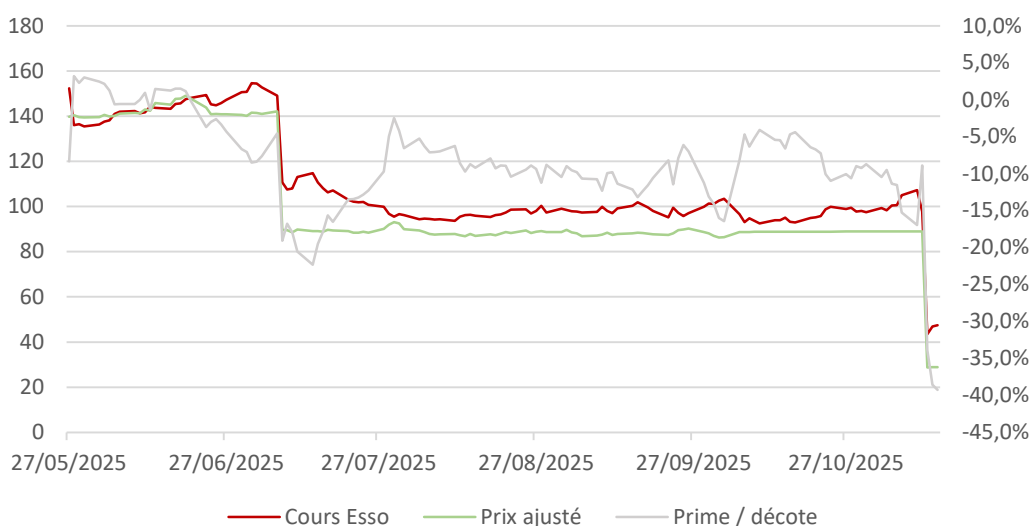
⁵⁷ Source des données : Bloomberg.

On constate que le Prix ajusté estimé au 27 mai 2025 présentait une décote de -8,3% par rapport au cours de clôture du 27 mai 2025, de -7,1% par rapport à la moyenne 1 mois et de -1,6% par rapport à la moyenne 3 mois. Une prime n'est extériorisée que sur la moyenne 6 mois.

Par ailleurs, nous avons analysé l'écart entre le cours de bourse et le Prix ajusté estimé à partir du 27 mai 2025.

Pour ce faire, nous avons recalculé chaque jour le Prix ajusté pour tenir compte de l'évolution du Ticking fee, du cours du Brent et du détachement d'un dividende de 53 € par action intervenu le 8 juillet 2025 puis de 60,21 € intervenu le 12 novembre 2025.

Figure 17. Comparaison entre le cours de bourse du titre ESSO et le Prix ajusté estimé



Le Prix ajusté estimé a présenté une légère prime par rapport au cours de bourse du titre d'ESSO dans les jours qui ont suivi l'annonce de l'Opération, celui-ci ayant fortement baissé le jour de l'annonce de l'Opération (-14%).

Toutefois, **le Prix ajusté estimé est constamment inférieur au cours de bourse depuis le 23 juin 2025** : il affichait une décote comprise entre -2,5% et -22,3% jusqu'au 11 novembre 2025.

Depuis le détachement du dividende de 60,21 € le 12 novembre 2025, **cette décote s'est fortement creusée à -34% le 12 novembre et -39% le 14 novembre 2025** dans des volumes très importants (le volume quotidien entre le 12 et le 14 novembre 2025 est environ 6 fois plus important que le volume quotidien moyen annuel constaté le 27 mai 2025 dans la figure 16).

Pour l'exprimer autrement, **le cours de bourse d'ESSO du 14 novembre 2025 est supérieur de +64% au Prix ajusté estimé du même jour.**

5.4 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme des flux futurs de trésorerie d'exploitation disponibles, actualisée à un taux représentatif des risques systématiques supportés par l'ensemble des apporteurs de capitaux, minorée de l'endettement financier net.

La mise en œuvre de cette méthode suppose de disposer de prévisions d'activités de la société évaluée.

Au cas d'espèce, nous ne disposons pas de prévisions concernant ESSO car :

- ESSO se refuse à fournir toute indication prospective compte tenu de la volatilité des marchés pétroliers.
- Le titre ESSO n'est suivi par aucun analyste financier. Il n'est donc pas possible de construire un plan d'affaires de marché sur la base du consensus des analystes.

Nous considérons qu'elle ne peut pas être mise en œuvre sur la base d'un résultat normatif calculé à partir de données historiques comme dans le cas des Actifs financiers car :

- Les résultats d'une raffinerie sont beaucoup plus volatiles que ceux d'actifs détenant et exploitant des infrastructures pétrolières. Par conséquent, la moyenne de résultats historiques ne converge pas nécessairement vers un niveau normatif extrapolable, surtout dans un contexte où les résultats des exercices 2022 et 2023 ont bénéficié d'un niveau de marge de raffinage historiquement élevé.
- Les résultats publiés par ESSO ses trois dernières années ne sont pas non plus extrapolables pour refléter un périmètre réduit à la raffinerie de Gravenchon. En effet, ESSO ne fournit pas de données historiques pro-forma de la cession de la raffinerie de Fos-sur-Mer.

Cette méthode n'a donc pas pu être mise en œuvre.

Il convient, toutefois, de préciser qu'ESSO réalise des tests de dépréciation d'actifs conformément à la norme IAS 36. Au 30 juin 2025, ces tests ont été menés sur la base des flux de trésorerie prévus pour le second semestre 2025 et sur la période 2026- 2031 ainsi qu'en retenant une valeur terminale calculée à partir d'un flux normatif.

A ce titre, une dépréciation d'un montant de 60 m€ a été enregistrée dans les comptes consolidés du premier semestre 2025. Par ailleurs, les Actifs financiers sont évalués dans les comptes consolidés d'ESSO à partir de plusieurs méthodes, dont la méthode des DCF.

Par conséquent, l'ANC reflète la valeur des actifs d'ESSO à partir d'un modèle DCF mis en œuvre sur la base des hypothèses retenues par sa direction.

5.5 Méthode de l'actualisation des flux de dividendes futurs (DDM)

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividende attendus. Elle s'envisage généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière représentative de leur capacité de distribution.

ESSO a repris une politique de distribution de dividendes sur la base des résultats de son exercice clos le 31 décembre 2022.

Toutefois, la politique de distribution mise en œuvre par ESSO n'est pas représentative de ses capacités distributives :

- Les montants distribués sur les années 2023 et 2024 étaient faibles comparés à ses résultats.
- Les distributions effectuées en 2025 (53 € par action en juillet et 60,21 € par action en novembre) ne peuvent pas être considérées comme récurrentes car elles conduiront au versement de la totalité de la trésorerie accumulée par la société pendant la période 2022 – 2023 où les marges de raffinage ont été très élevées.

Par ailleurs, la détermination des dividendes futurs ne peut être effectuée que sur la base d'un plan d'affaires auquel nous n'avons pas accès et qu'il n'est pas possible de construire de manière indépendante.

C'est pourquoi cette méthode ne s'avère pas pertinente au cas présent.

6. Référence à l'actif net comptable consolidé : à titre de valeur plancher

6.1 Principe

La référence à l'actif net comptable (ANC) vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et des passifs qu'elle possède.

Au cas d'espèce, l'actif net comptable consolidé au 30 juin 2025 constitue **une référence de valorisation plancher** d'ESSO car :

- Ses actifs corporels ont fait l'objet de dépréciations régulières à la suite des tests de dépréciation de valeur effectués en 2020, 2022 et 2023 et encore au premier semestre 2025 malgré, dans ce dernier cas, le redressement des marges de raffinage observé depuis le début du second semestre 2025.
- Les Actifs financiers sont sous-évalués à hauteur d'environ 50% par rapport à leur prétendue juste-valeur comptable.
- Des filiales non consolidées (sans doute la SAGESS), dont la valeur des titres n'est pas identifiée dans les comptes consolidés, ont généré un flux de dividendes d'un montant d'environ 4 m€ en 2023 et 2024.
- Nous comprenons que les Actifs détournés sont enregistrés dans les comptes consolidés pour une valeur peu significative (environ 10 m€⁵⁸) alors qu'ils ont été estimés à un montant de 28 m€.
- Il ne tient pas compte du résultat significatif qu'ESSO devra dégager au second semestre 2025 grâce à la hausse des marges de raffinage.

6.2 Résultat de la référence

La figure ci-dessous fait ressortir que **l'ANC consolidé par action au 30 juin 2025 après distribution des dividendes de juillet et novembre 2025 ressort à 55,1 €**.

Figure 18. Calcul de l'ANC consolidé par titre au 30 juin 2025 après distribution des dividendes de juillet et novembre 2025

ANC au 30/06/25 en m€ post dividende de 113,21 €	708 ⁵⁹
Nb de titres retenu en millions	12,855
ANC par titre en €	55,1

Le Prix d'offre de 28,93 €, qui sera proposé aux actionnaires minoritaires si l'Opération est finalisée le 28 novembre 2025, fait apparaître une décote de -47%

⁵⁸ Soit 28 m€ - (28 m€ - 12,855 m x 1,81 €) / 25,83%.

⁵⁹ Soit 1.482 m€ - 60,21 € x 12,855 m.

par rapport à la référence à l'ANC consolidé par action au 30 juin 2025 après distribution des dividendes de juillet et novembre 2025.

7. Référence à l'actif net comptable consolidé ajusté : à titre principal

Comme nous l'avons souligné au paragraphe précédent, l'ANC est basé sur des valeurs comptables qui paraissent contestables et ne tient pas compte de la valeur de marché de certains actifs pris en compte dans le Prix ajusté aboutissant au Prix d'offre.

Nous avons donc calculé un ANC consolidé ajusté.

En fourchette basse, nous avons ajusté l'ANC de notre écart d'évaluation des Actifs financiers (173 m€⁶⁰), de l'estimation de la valeur de la participation dans la SAGESS (23 m€) et de la plus-value identifiée sur les Actifs détournés (14 m€⁶¹).

En fourchette haute, nous avons tenu compte en plus d'une reprise de la provision pour dépréciation des actifs incorporels enregistrée au premier semestre 2025 dont l'origine est opaque et qui paraît peu justifiée au regard de l'évolution de l'environnement de marché depuis le début du second semestre 2025 (soit +60 m€).

Cette fourchette haute paraît encore prudence car elle ne tient pas compte du résultat significatif qu'ESSO devrait enregistrer au second semestre 2025 grâce à la forte hausse des marges de raffinage.

L'ANC consolidé ajusté par action après distribution des dividendes de juillet et novembre 2025 peut être estimé entre 71,3 € et 76,0 € comme le détaille le tableau ci-dessous :

Figure 19. Calcul de l'ANC consolidé ajusté par action après distribution des dividendes de juillet et novembre 2025

En m€	
ANC au 30/06/25 post dividende de 113,21 €	708
Ecart sur Actifs financiers	173
Participation SAGESS	23
Ecart sur les Actifs détournés	14
ANC ajusté au 30/06/25 - fourchette basse	917
ANC ajusté par titre en € - fourchette basse	71,3
<hr/>	
Ecart sur VNC actifs corporels	60
ANC ajusté au 30/06/25 - fourchette basse	977
ANC ajusté par titre en € - fourchette haute	76,0

Le Prix d'offre de 28,93 €, qui sera proposé aux actionnaires minoritaires si l'Opération est finalisée le 28 novembre 2025, fait apparaître une décote comprise entre -59% et -62% par rapport à la référence à l'ANC consolidé ajusté

⁶⁰ Soit la différence entre 347,1 m€ (cf. figure 14) et 174,3 m€ (cf. Rapport financier semestriel 2025, page 18).

⁶¹ Soit $(28 \text{ m€} - 10 \text{ m€}) \times (1 - 25,83\%)$.

par action au 30 juin 2025 après distribution des dividendes de juillet et novembre 2025.

8. Méthode des comparables boursiers – à titre principal

8.1 Principe

La méthode des comparables boursiers repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique selon lesquelles sur un marché efficient des actifs identiques doivent avoir le même prix ou, plus spécifiquement, que des sociétés disposant des mêmes caractéristiques en termes de secteur d'activité, de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque systématique, appréhendé au travers de leur taux d'actualisation, doivent disposer des mêmes multiples de valorisation.

8.2 Constitution et présentation de l'échantillon retenu

Nous avons recherché des sociétés principalement actives dans le domaine du raffinage en Europe.

Nous avons exclu de notre échantillon :

- les sociétés disposant d'une branche exploration-production ;
- les sociétés de raffinage ayant une activité prépondérante dans le domaine des carburants à faible teneur en carbone (par exemple, NESTE) ;
- les sociétés de raffinage situées en dehors d'Europe (par exemple, TUPRAS) car leurs marchés peuvent être trop différents en termes d'équilibre entre offre et demande, de marge, de réglementation relative aux émissions de CO₂ ou d'évolution de taux de change et d'inflation (par exemple TUPPAS évolue dans un contexte hyper-inflationniste).

Nous avons identifié les sociétés HELLENIQ Energy et MOTOR Oil.

HELLENIQ Energy est le plus important raffineur grec au travers de ses trois unités, situées sur la façade maritime, qui fonctionnent de manière intégrée. Elle dispose également d'une activité de distribution de carburant avec un réseau de 1.900 stations-service aux marques EKO et BP en Grèce, d'une activité pétrochimique et d'une activité de production d'électricité.

Son activité de raffinage reste prépondérante puisqu'elle a contribué (y compris marketing et trading qui ne sont pas dissociées) à environ 74% de l'EBITDA ajusté du groupe au 1^{er} semestre 2025 et 77% en 2024.

Figure 20. Raffineries détenues par HELLENIQ Energy

Raffinerie	Capacité kbpd	Capacité mtpa	NCI
Aspropyrgos	146	7,6	9,7
Elefsina	106	5,3	12,0
Thessalonik	90	4,5	5,8
Total	342	17,4	9,2

Source : rapport annuel 2024 HELLENIQ Energy, page 37

MOTOR Oil est également un important raffineur grec avec un volume de produits raffinés de 12,0 mt en 2024. Elle dispose d'un réseau d'environ 1500 stations-service en Grèce et développe des activités dans les énergies renouvelables avec une capacité installée d'environ 840 MW au premier semestre 2025.

Son activité raffinage (hors distribution) reste également prépondérante puisqu'elle représente environ 75% de l'EBITDA ajusté du groupe au 1^{er} semestre 2025 et 73% en 2024.

Figure 21. Comparaison des caractéristiques d'ESSO, d'HELLENIQ Energy et de MOTOR Oil

	ESSO	HELLENIQ	MOTOR
NCI (moyenne)	8,4 – 9,3	9,2	12,6
Données 2025 S1			
Qté raffinée en mt	3,7	6,8	5,5
Chiffre d'affaires en m€	5 844	5 165	5 266
EBITDA ajusté en m€	82	401	452
Marge EBITDA	1,4%	7,8%	8,6%

8.3 Choix des agrégats utilisés pour la mise en œuvre de la méthode

Nous avons retenu deux multiples pour mettre en œuvre la méthode des comparables boursiers :

- le multiple d'EBITDA, qui est usuel dans les secteurs hautement capitalistiques comme le raffinage ;
- le multiple de capitaux employés (ou CE), qui permet de corriger, en partie, le biais lié aux doutes qu'il existe sur le caractère normatif de l'EBITDA généré par ESSO compte tenu, notamment, du caractère opaque des conditions d'achat et de vente de produits pétroliers avec EXXON.

8.4 Agrégats d'ESSO

Pour mettre en œuvre la méthode des comparables boursiers, nous avons dû estimer l'EBITDA ajusté d'ESSO sur l'année 2025. Pour ce faire, nous sommes partis de l'EBITDA ajusté du premier semestre 2025 (82 m€) et nous avons estimé l'EBITDA ajusté du second semestre 2025 à partir des hypothèses suivantes :

- Les ventes de produits raffinés seront égales entre le premier et le second semestre 2025 (7,6 m³) malgré les conséquences de l'arrêt de maintenance du site de Gravenchon au premier semestre.
- La marge de raffinage calculée par la DGEC sera stable sur le second semestre 2025 par rapport au niveau observé durant le quadrimestre de juillet à octobre (soit 69,2 € par tonne).
- La marge brute de raffinage d'ESSO hors chiffre d'affaires lié aux ventes de services sera égale à 95% de la marge de raffinage calculée par la DGEC sur la base du ratio moyen

pondéré observé entre 2018 et le 1^{er} semestre 2025 (hors année 2022 atypique - cf. paragraphe 3.3 et figure 9). Nous avons donc retenu un montant de 65,7 € par tonne.

- La masse volumique moyennes s'établit à 0,85.
- Le chiffre d'affaires des ventes de services est considéré comme stable par rapport au 1^{er} semestre 2025 à 104 m€.
- Les charges d'exploitation hors dotations aux amortissements seront stables entre le premier et le second semestre à 378 m€.

Sur ces bases, on peut estimer **l'EBITDA ajusté 2025 d'ESSO à 395 m€**.

Figure 22. Estimation de l'EBITDA ajusté 2025 d'ESSO

	Calculs S2	S1	S2	Année
Vente produits raffiné m3	(1)	7 596	7 596	15 192
Marge DGEC (€/t)	(2)	41,0	69,2	55,1
MB ajustée unitaire (€/t)	(3)=(2)x95%	51,5	65,7	64,4
Marge raffinage ajustée unitaire €/m3	(4)=(3)/0,85	60,6	77,3	75,8
Marge brute ajustée en m€	(5)=(1)x(2)+104	460	691	1 151
Charges d'exploitation hors D&A en m€	(6)	-378	-378	-756
EBITDA ajusté	(7)=(5)+(6)	82	313	395

Nous n'avons pas appliqué la méthode des comparables boursiers sur la base d'une estimation de l'EBITDA ajustée 2026 d'ESSO compte tenu de la difficulté, notamment, d'estimer la marge de raffinage à cet horizon.

Le montant des capitaux employés retenu pour ESSO est celui du premier semestre 2025 qui se monte à 1.099 m€ (cf. figure 11).

8.5 Résultat de la méthode

Le calcul des multiples d'HELLENIQ Energy et de MOTOR Oil est présenté en annexe 8.

Nous avons appliqué, par prudence, sur ces derniers une décote de 20% pour tenir compte de la moindre diversification des activités d'ESSO et d'un coefficient de complexité plus faible de sa raffinerie.

Nous obtenons ainsi une **valeur des titres ESSO après distribution des mois de juillet et de novembre 2025 comprise entre 72,8 € et 126,3 €** comme le détaille les figures de la page suivante.

Le Prix d'offre de 28,93 € qui sera proposé aux actionnaires minoritaires si l'Opération est finalisée le 28 novembre 2025 **fait apparaître une décote comprise entre -60% et -77% par rapport au résultat de la méthode des comparables boursiers.**

Figure 23. Estimation de la valeur du titre ESSO sur la base du multiple de capitaux employés d'HELLENIQ Energy et de MOTOR Oil

En m€	HELLENIQ	MOTOR	Moyenne
Multiple	1,04	1,24	1,14
Décote			20%
Agrégat ESSO			1 099
Valeur d'entreprise			1 003
DFN après distribution de juillet et novembre 2025			-437
Actif fin. en JV + % SAGESS			370
Valeur des titres			935
Nb de titres retenu			12,85
Valeur par titre en €			72,8

Figure 24. Estimation de la valeur du titre ESSO sur la base du multiple d'EBITDA d'HELLENIQ Energy et de MOTOR Oil

En m€	HELLENIQ	MOTOR	Moyenne
Multiple	6,09	4,61	5,35
Décote			20%
Agrégat ESSO			395
Valeur d'entreprise			1 691
DFN après distribution de juillet et novembre 2025			-437
Actif fin. en JV + % SAGESS			370
Valeur des titres			1 624
Nb de titres retenu			12,85
Valeur par titre en €			126,3

9. Méthode des transactions comparables – à titre principal

9.1 Principe

Comme la méthode des comparables boursiers (cf. paragraphe 8), la méthode des transactions comparables repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique.

La spécificité de cette méthode provient du fait que les références de prix ne sont pas inférées d'échanges sur les marchés boursiers mais de transactions significatives intervenues sur le capital de sociétés considérées comme comparables.

La pertinence de cette méthode nécessite de disposer d'informations fiables et précises concernant les sociétés qui ont fait l'objet des transactions. Les transactions retenues impliquant souvent des sociétés non cotées, la qualité de l'information publique est fréquemment limitée.

9.2 Constitution et présentation de l'échantillon retenu

Nous avons retenu la transaction au terme de laquelle la firme de trading VITOL a acquis le raffineur indépendant italien SARAS, tout d'abord en achetant la participation de la famille fondatrice, puis en lançant une offre publique.

Nous retenons cette seule opération pour les raisons suivantes :

- **Sa réalisation reste relativement récente par rapport à notre date d'évaluation** : l'opération a été annoncée le 11 février 2024 tandis que l'acquisition du bloc de la famille fondatrice a été réalisée le 18 juin 2024 et l'offre publique elle-même dans les mois qui ont suivi.
- **Elle est intervenue dans des conditions de marge relativement proches de celles que nous constatons actuellement** : les marges de raffinage s'élevaient à 73 € par tonne au premier trimestre 2024 avec une tendance baissière tandis que les marges ont progressé depuis le premier semestre 2025 vers une moyenne de 69 € sur le quadrimestre de juillet à octobre 2025.
- SARAS disposait d'une taille proche d'ESSO avant la cession par cette dernière de la raffinerie de Fos-sur-Mer.
- SARAS étant cotée en bourse avant son acquisition, nous disposons d'une information détaillée sur son prix d'acquisition et ses performances financières permettant de calculer de manière fiable des multiples de valorisation.
- Nous n'avons pas identifié d'autres transactions pertinentes en ce qui concerne la comparabilité des activités, leur situation géographique, leur taille ou l'environnement de marge pour lesquelles il existe une information publique suffisante.

Plus précisément, SARAS exploite la raffinerie de SARROCH, située au sud-ouest de Cagliari en Sardaigne, qui dispose d'une capacité de raffinage de 300.000 barils par jour et d'un indice de complexité de Nelson de 11,7⁶².

Étant donné sa localisation en Méditerranée, elle bénéficie de flux pétroliers provenant d'Afrique du Nord, de la mer Noire et du canal de Suez et peut exporter ses produits, notamment, vers l'Espagne.

La raffinerie de SARAS se distingue par le fait qu'elle est couplée avec une centrale électrique à cycle combinée, permettant d'optimiser ses flux et ses process, qui fournit une part importante de la production d'électricité de la Sardaigne.

Afin de réduire son empreinte carbone, SARAS a effectué différents investissements dans les énergies renouvelables. Elle disposait, ainsi, fin 2023, de participations dans des fermes éoliennes représentant une capacité de 171 MW.

La figure ci-dessous compare les caractéristiques d'ESSO et de SARAS sur la base des données de leur exercice 2023. Les caractéristiques d'ESSO sur la base de ses données du 1^{er} semestre 2025 sont indiquées dans la figure 22.

Figure 25. Comparaison des caractéristiques d'ESSO et de SARAS (base données 2023)

	ESSO	SARAS
NCI (moyenne)	8,4 – 9,3	11,7
Données 2023		
Qté raffinée mt	15,3	12,9
Chiffre d'affaires	19 240	11 374
EBITDA ajusté en m€	964	670
Marge EBITDA	5,0%	5,9%

Source : états financiers et présentations des résultats d'ESSO et SARAS, ARROW Ressources

9.3 Choix des agrégats utilisés pour la mise en œuvre de la méthode

Nous avons retenu deux multiples résultant de la transaction sur SARAS :

- le multiple d'EBITDA, qui est usuel dans les secteurs hautement capitalistiques comme le raffinage ;
- le multiple de capitaux employés (ou CE), qui permet de corriger, en partie, le biais lié aux doutes qu'il existe sur le caractère normatif de l'EBITDA généré par ESSO compte tenu, notamment, du caractère opaque des conditions d'achat et de vente de produits pétroliers avec EXXON.

Le calcul des multiples sur la transaction avec SARAS appelle les commentaires suivants :

⁶² Cf. rapport annuel 2023 de SARAS.

- Nous avons retenu le prix d'achat avant détachement du dividende payé au titre de l'exercice 2023, soit 1,75 €, et par cohérence nous avons calculé les éléments d'ajustement entre la valeur des titres et la valeur d'entreprise à partir du bilan au 31 décembre 2023.
- Nous obtenons une valeur d'entreprise pour la transaction sur SARAS de 1.776 m€ pour des capitaux employés de 1.463 m€ (cf. annexe 7), ce qui aboutit à un multiple de capitaux employés de x1,21.
- Nous calculons un multiple de valeur d'entreprise sur EBITDA sur la totalité des activités de SARAS en retenant la prévision du consensus pour l'année 2024 au moment de l'annonce de la transaction (425 m€). Nous obtenons ainsi un multiple de x4,17.

9.4 Résultat de la méthode

L'application des multiples précédemment calculés sur la transaction sur SARAS appelle les commentaires suivants :

- nous nous basons sur les capitaux employés d'ESSO calculés au 30 juin 2025 ;
- nous retenons l'EBITDA ajusté 2025 d'ESSO que nous avons estimé dans la section consacrée à la méthode des comparables boursiers (ce qui est cohérent avec l'application du multiple calculé sur l'agrégat de l'année N d'une transaction finalisée l'année N) ;
- nous retenons les éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres sur la base des données calculées au 30 juin 2025 après distribution des dividendes de juillet et novembre 2025.

Nous obtenons ainsi une **valeur des titres ESSO comprise entre 77,7 € et 97,4 €** comme le détaille les figures de la page suivante.

Figure 26. Estimation de la valeur du titre ESSO sur la base de la transaction sur SARAS

En m€	x CE	x EBITDA
Multiple	1,21	4,17
Décote	20%	20%
Agrégat ESSO	1 099	395
Valeur d'entreprise	1 067	1 321
DFN après distributions	-437	-437
Actif fin. en JV + % SAGESS	370	370
Valeur des titres	999	1 253
Nb de titres retenu	12,855	12,855
Valeur par titre en €	77,7	97,4

Le Prix d'offre de 28,93 € qui sera proposé aux actionnaires minoritaires si l'Opération est finalisée le 28 novembre 2025 **fait apparaître une décote comprise entre -63% et -70% par rapport aux résultats de la méthode des transactions comparables.**

10. Conclusion sur la valeur du titre ESSO

ESSO reste, jusqu'à la Date de réalisation, le bras armé d'EXXON dans le domaine du raffinage en France, secteur dont ESSO détient encore environ 20% des capacités de production, postérieurement à la cession de sa raffinerie de Fos-sur-Mer et des actifs liés.

ESSO a bénéficié, entre 2022 et 2023, de marges de raffinage élevées, qui sont la conséquence des sanctions imposées à la Russie à la suite de l'invasion de l'Ukraine sur les marchés pétroliers.

A l'issue de cette période, ESSO disposait d'une situation financière solide, renforcée par le produit de la cession de sa raffinerie de Fos-sur-Mer et par la détention de nombreuses participations dans des infrastructures pétrolières dont les résultats sont beaucoup moins volatils que les marges de raffinage.

Après une phase de normalisation qui a duré toute l'année 2024 et s'est poursuivie au premier semestre 2025, ESSO bénéficie à nouveau d'un environnement de marge de raffinage très favorable, ce qui devrait se traduire par une forte progression de ses résultats au second semestre 2025.

A plus long terme, le secteur du raffinage est bien entendu l'un des plus exposés à la transition énergétique, en raison de ses émissions de CO2 et des mesures prises par l'Union Européenne pour réduire la consommation de combustibles fossiles.

Toutefois, le rythme de la transition demeure incertain et le secteur du raffinage peut recéler des opportunités liées au développement des carburants bas carbone car :

- il s'agit d'un actif réel pouvant faciliter les stratégies de trading mises en place par les sociétés intégrées comme EXXON, ou par des maisons de négoce comme VITOL ou TRAFIGURA, qui ont récemment acquis des actifs dans ce domaine ;
- les marges de raffinage peuvent représenter une forme de couverture contre certains risques géopolitiques (comme le montre à nouveau leur progression depuis le début du second semestre 2025).

Le cours du titre ESSO a manifestement souffert des actions de sa direction.

Au minimum son manque de transparence et les restrictions posées à la politique de distribution de dividende n'ont pas permis à son cours de refléter pleinement la valeur des actifs d'ESSO.

Par ailleurs, il pourrait également avoir subi les conséquences de décisions contestables en matière de prix de transfert et d'optimisation des opérations que l'action civile ut singuli introduite par CANDEL cherche à réparer.

EXXON et NA ont annoncé le 28 mai 2025 être entrés en négociations exclusives pour la cession de la participation d'EXXO dans ESSO à NA, dans le cadre d'une transaction particulièrement complexe.

La mission qui nous a été confiée consiste à **évaluer l'action ESSO à la date du présent rapport** car les actionnaires minoritaires **prendront leur décision d'apporter ou non**

leurs actions à l'Offre en fonction des conditions économiques qui prévaudront au moment où l'Offre sera ouverte.

Le communiqué publié par NA le 10 novembre 2025 a annoncé que le Prix d'offre offert aux actionnaires minoritaires s'établirait à 28,93 € par action ESSO dans le cas où l'Opération serait finalisée le 28 novembre 2025. Il serait offert à EXXON un prix unitaire de 26,19 € pour ses titres.

Nous estimons que le prix auquel EXXON cèdera ses actions ESSO à NA n'est pas pertinent pour apprécier la valeur des actions ESSO.

D'une part, les opérations connexes à l'Opération sont trop complexes et leurs termes trop opaques, voire inconnus, pour exclure qu'elles auraient toutes été conclues dans le respect de l'égalité de traitement entre les actionnaires.

D'autre part, les négociations relatives à l'Opération ont été menées dans un contexte où les marges de raffinage étaient beaucoup plus faibles qu'aujourd'hui. Nous estimons que l'évolution positive des marges depuis l'annonce de l'Opération a un impact d'environ 16 € par titre.

Nous considérons que le cours de bourse d'ESSO ne constitue pas non plus une référence pertinente pour valoriser les actions ESSO.

D'une part, nous avons montré que le cours d'ESSO était systématiquement biaisé à la baisse par un manque d'informations sur ses opérations et ses performances ainsi que par le refus d'EXXON de distribuer ses réserves financières excédentaires. Ainsi, il n'est pas surprenant que le cours de bourse du titre ESSO ne reflète pas la valeur fondamentale de ses actifs, certains investisseurs ayant pu se détourner de celui-ci pour ne pas avoir à subir les conséquences de cette situation.

D'autre part, le cours observé le 27 mai 2025 ne pouvait pas intégrer l'évolution positive des marges de raffinage constatée depuis lors.

A titre information, nous observons que le Prix ajusté au 27 mai 2025 (c'est-à-dire le prix de base ajusté des différents ajustements calculés à la date du 27 mai 2025) fait apparaître une décote par rapport au cours d'ESSO le même jour (-8,3%) et par rapport aux moyennes de cours à 1 mois (-7,1%) et 3 mois (-1,6%).

Nous constatons également que le Prix ajusté présente systématiquement une décote par rapport au cours de bourse depuis le 23 juin 2025 dans une fourchette comprise entre -2% et -22%.

Cette décote s'est fortement creusée depuis le détachement du coupon du 12 novembre 2025, pour atteindre -34% le même jour. Elle atteignait -39% à la clôture du 14 novembre 2025. Autrement dit, le cours de bourse d'ESSO du 14 novembre 2025 est supérieur de +64% au Prix ajusté estimé du même jour.

Nous considérons, en revanche, que la référence à **l'actif net comptable au 30 juin 2025 constitue une valeur plancher de l'action ESSO** car :

- Ses actifs corporels ont fait l'objet de dépréciations régulières au titre des tests de dépréciation de valeur en 2020, 2022 et 2023 et encore au premier semestre 2025 malgré,

dans ce dernier cas, le redressement des marges de raffinage observé depuis le début du second semestre 2025.

- Les Actifs financiers sont sous-évalués à hauteur d'environ 50% par rapport à leur prétendue juste-valeur comptable.
- Des filiales non consolidées (sans doute la SAGESS), dont la valeur des titres n'est pas identifiée dans les comptes consolidés, ont généré un flux de dividendes d'un montant d'environ 4 m€ en 2023 et 2024.
- Nous comprenons que les Actifs détournés sont enregistrés dans les comptes consolidés pour une valeur relativement faible (10 m€) alors qu'ils ont été estimés à un montant de 25 m€ hors inventaires.
- Il ne tient pas compte du résultat significatif qu'ESSO devra dégager au second semestre 2025 grâce à la hausse des marges de raffinage.

L'ANC reflète, ainsi, en quelque sorte, les résultats d'une méthode DCF qui aurait été mise en œuvre sur la base des prévisions de la direction d'ESSO, à l'aide de méthodes et / ou de paramètres contestables pour l'évaluation des Actifs financiers, et qui omettrait par construction la valeur de certains éléments de son actif.

L'ANC consolidé par action ESSO s'élève au 30 juin 2025 à 55,1 € après distribution des dividendes des mois de juillet et novembre 2025.

Le Prix d'offre de 28,93 €, qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, si l'Opération est finalisée le 28 novembre 2025, fait apparaître une **décote de -47%** par rapport à cette référence.

Par ailleurs, nous avons retenu la référence à un **ANC consolidé ajusté** qui part de l'ANC consolidé au 30 juin 2025, après distribution des dividendes des mois de juillet et novembre 2025, pour corriger les différentes limites qui l'affectent. **L'ANC consolidé ajusté se situe dans une fourchette de 71,3 € à 76,0 € par action.**

Le Prix d'offre de 28,93 €, qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, si l'Opération est finalisée le 28 novembre 2025, fait apparaître une **décote comprise entre -59% et -62%** par rapport à cette référence.

Nous avons mis en œuvre des approches analogiques, qui nous semblent appropriées dans le présent contexte, car elles permettent de prendre en compte les hypothèses implicites de la communauté des investisseurs concernant les paramètres clés de l'évaluation des raffineries.

La méthode des **comparables boursiers** aboutit à une valeur de l'action ESSO, après distribution des dividendes des mois de juillet et novembre 2025, comprise entre **72,8 € et 126,3 €**.

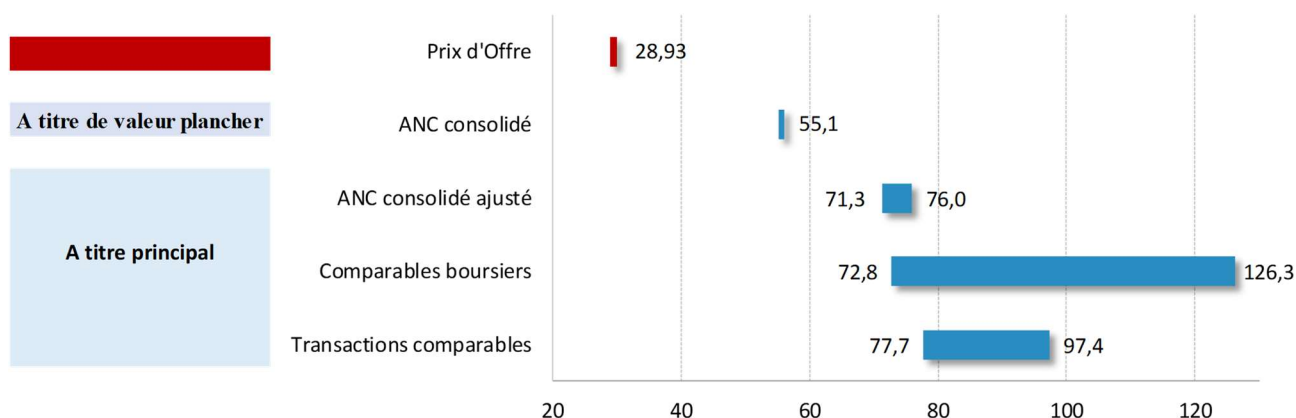
Le Prix d'offre de 28,93 €, qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, si l'Opération est finalisée le 28 novembre 2025, fait apparaître une **décote comprise entre -60% et -77%** par rapport aux résultats de cette méthode.

La méthode des **transactions comparables** aboutit à une valeur du titre ESSO, après distribution des dividendes des mois de juillet et novembre 2025, comprise entre **77,7 € et 97,4 €**.

Le Prix d'offre de 28,93 €, qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, si l'Opération est finalisée le 28 novembre 2025, fait apparaître une **décote comprise entre -63% et -70% par rapport aux résultats de cette méthode**.

Le tableau ci-dessous synthétise les résultats de nos travaux au 14 novembre 2025.

Figure 27. Synthèse des travaux de valorisation (en € par action ESSO)



Le tableau suivant présente les primes et décotes par rapport au Prix d'offre de 28,93 € qui serait offert aux actionnaires minoritaires en cas de réalisation de l'Opération le 28 novembre 2025.

Figure 28. Primes et décotes entre les résultats des travaux d'évaluation et le Prix d'offre de 28,93 €

	Prime / Décote	
	Bas	Haut
ANC consolidé		-47%
ANC consolidé ajusté	-59%	-62%
Comparables boursiers	-60%	-77%
Transactions comparables	-63%	-70%

Ces éléments ne tiennent pas compte du montant des réparations qu'ESSO pourrait obtenir à la suite de l'action civile ut singuli engagée par CANDEL.

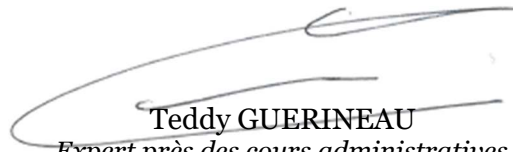
Fait à Paris, le 18 novembre 2025

Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil



Didier KLING

*Expert (honoraire) près la cour d'appel de Paris
Agréé par la Cour de cassation*



Teddy GUERINEAU

*Expert près des cours administratives
d'appel de Paris et Versailles*