



## ACTIVITE AU COURS DE L'EXERCICE 2004

L'exercice 2004 a été un exercice de transition qui a enregistré les faits marquants suivants :

- le redressement de l'activité hôtelière à partir du second semestre,
- le désendettement important de la société et du groupe,
- les difficultés du secteur bois en République Centrafricaine qui ont conduit à un arrêt de l'exploitation de cette activité.

Les comptes sociaux se présentent à l'équilibre (0,1 M€) et les comptes consolidés ressortent en perte (- 6,9 M€).

L'activité de votre Société et de son groupe a continué à subir l'évolution du cours du dollar. A ce titre, une provision complémentaire de 2,5 M€ a été constatée dans les comptes sociaux (s'ajoutant aux 11,1 M€ existants).

Le secteur bois a connu une évolution contrastée. La poursuite du redressement d'Ober a été plus que contrebalancée par l'arrêt de l'exploitation de la Société des Bois de Bayanga et par l'effet de ciseaux subi par Ywil dont les efforts de gestion n'ont pu compenser les fortes augmentations du prix des grumes.

Le désendettement de votre Société comme de son groupe a été important (- 6,99 M€ et - 16,9 M€ de diminution des endettements financiers sociaux et consolidés). Les ratios d'endettement sociaux et consolidés sont revenus à 16,9 % et 39,4 % (contre 25,8 % et 59,8 % en 2003) pendant l'exercice. Le coût moyen de l'endettement financier social a été de 5,71 % l'an (8,87 % pour l'endettement financier consolidé).

En 2004, votre Société a cédé trois actifs : en février, le solde des droits détenus dans le fonds immobilier Apollo Real Estate, en septembre, Antana et, en décembre, la SI Ober partiellement dans le cadre d'une opération de LMBO auquel votre Société participe à hauteur de 42,5 %.

Ces ventes ont généré, dans les comptes sociaux, des plus-values à hauteur de 10,8 M€ utilisées à l'apport de 2,8 M€ de concours nets aux filiales et de 7 M€ au désendettement.

Dans un contexte difficile, votre Société a dû poursuivre une politique de provisionnement soutenu sur celles de ses filiales dont les perspectives de rentabilité sont faibles et tirer les conclusions de l'arrêt de sa filiale en République Centrafricaine. En tenant compte de la reprise des provisions existantes sur le secteur hôtelier, le volume global des provisions constituées a été porté à 35,3 M€ correspondant à 29 % de la valeur brute des participations (120,65 M€) de votre Société.

Par ailleurs, la structure du capital de votre Société a été significativement modifiée au cours de l'exercice :

- le remboursement au terme contractuel le 1<sup>er</sup> juillet 2004 des ORA ayant conduit sur l'exercice à l'émission de 414.483 actions, s'ajoutant aux 25.935 actions issues des remboursements spontanés intervenus au 1<sup>er</sup> semestre,
- l'attribution gratuite de 1 action nouvelle pour 10 anciennes, réalisée en novembre 2004, créant 281.159 actions nouvelles.

A l'issue de l'exercice 2004, les actifs nets comptables sociaux et consolidés par action s'élevaient respectivement à 25,15 €/action et 21,66 €/action (contre 27,5 €/action et 25,8 €/action au 31 décembre 2003, en données diluées des ORA). A cette date, les endettements par action sociaux et consolidés s'élevaient respectivement à 4,19 €/action et 8,48 €/action (contre 7,10 €/action et 15,43 €/action au 31 décembre 2003).

## COMPTES CONSOLIDES

Le chiffre d'affaires du Groupe s'est élevé à 38,32 M€ (40,48 M€ en 2003). A périmètre et à taux de change constants, il est en progression de 11 % par rapport à l'exercice 2003.

Les faits marquants résultent de :

- la progression du chiffre d'affaires du secteur hôtelier au second semestre : l'activité a retrouvé et dépassé légèrement les niveaux atteints avant le SRAS pour quatre des cinq hôtels vietnamiens ; s'y ajoute l'ouverture de l'hôtel d'Angkor,
- l'activité d'Ober qui atteint sur l'exercice les chiffres anticipés en matière de résultats, (mais ne comportant plus d'activité de tranchage depuis le second semestre 2003),
- l'évolution favorable du prix des bars qui a contrebalancé pour partie les effets négatifs de la canicule de l'été 2003 sur le stock de poissons,
- la sortie du périmètre, à compter du 1<sup>er</sup> juillet, de la filiale Antana cédée,
- l'amélioration significative des ventes d'Ywil et de CBM qui ont élargi notablement leurs débouchés,
- la déconsolidation au 1<sup>er</sup> janvier 2004 de la Société des Bois de Bayanga.

L'activité du groupe par secteur et par zone géographique se répartit de la façon suivante :

Secteur ou zone géographique	2004		2003		2002	
	M€	%	M€	%	M€	%
Hôtellerie	9,56	24,95	6,44	15,9	7,67	17,6
Immobilier	5,65*	14,74*	3,47	8,6	3,76	8,6
Bois	19,66	51,30	26,79	66,2	30,05	69,1
Aquaculture	3,35	8,74	3,68	9,1	-	-
Capital risque & divers	0,10	0,26	0,10	0,2	2,02	4,7
<b>TOTAL</b>	<b>38,32</b>	<b>100,00</b>	<b>40,48</b>	<b>100,0</b>	<b>43,50</b>	<b>100,0</b>
Europe	28,52	74,45	28,89	71,4	31,20	71,7
Asie	9,80	25,55	7,11	17,6	8,19	18,8
Afrique	-	-	4,48	11,0	4,11	9,5

\* la SNC Croix des Petits Champs , marchand de biens, comptabilise les ventes d'appartements en chiffre d'affaires (2,57 M€).

Ce niveau d'activité, accompagné d'une diminution de 18,8 % des charges d'exploitation, conduit à une perte d'exploitation de 5,47 M€, contre 9,77 M€ pour l'exercice précédent.

Cette diminution des charges traduit notamment une baisse significative des effectifs du groupe (1.627 personnes contre 2.151 l'exercice précédent, essentiellement dans la partie bois en raison de la sortie du périmètre de la Société des Bois de Bayanga et de la limitation à une seule unité industrielle des moyens d'exploitation d'Ywil).

La perte nette consolidée de 6,89 M€ intègre notamment la résorption progressive des pertes nettes de l'hôtellerie (1,8 M€), divisées par trois sur l'exercice à périmètre constant, l'accentuation des pertes du secteur bois (y compris la remise à zéro comptable de la Société des Bois de Bayanga) les pertes de Petrojet et celles, plus légères, du secteur immobilier et de l'aquaculture.

## 6 COMPTES SOCIAUX

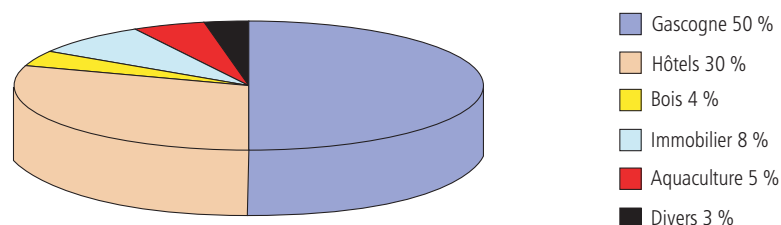
Les charges d'exploitation sont demeurées stables et le résultat d'exploitation, négatif de 4,02 M€, est en très légère amélioration par rapport à celui de l'exercice précédent (4,16 M€).

Le résultat financier, négatif de 6,43 M€, inclut les importantes provisions passées sur les comptes courants dans les filiales (10,3 M€) et l'augmentation de la provision pour risques liée à la dépréciation du dollar (2,5 M€).

Le résultat exceptionnel de 10,87 M€ comporte les plus-values de cession des filiales Antana et SI Ober ainsi que 2,35 M€ constitués du solde du remboursement de son investissement dans le fonds immobilier Apollo Real Estate.

Compte tenu de ces éléments, le résultat net s'établit à 0,09 M€ contre une perte sociale de 8,16 M€ pour l'exercice 2003.

Au 31 décembre 2004, la valeur nette des participations de votre société ressortait (comptes courants nets inclus) à 85,79 M€ dont la répartition par secteur est donnée par le diagramme suivant :



Au cours de l'exercice, les fonds propres de votre société ont été augmentés de 8,8 M€ du fait du remboursement en actions des ORA arrivées à leur échéance contractuelle et s'établissaient à 77,4 M€. Ils finançaient 90 % des participations nettes de votre société.

## SECTEUR HOTELIER

Le secteur hôtelier représente le second investissement de votre Société (20,4 % des investissements bruts et 29,6 % des investissements nets) et le plus important de ses actifs gérés (63,2 % de la valeur nette comptable des actifs gérés par le Groupe).

Votre Société possède et exploite désormais six hôtels sous le nom commercial de VICTORIA HOTELS & RESORTS dont 5 Hôtels (Hoi An, Phan Thiet, Can Tho, Chau Doc, Sapa) sont situés au Vietnam et le sixième, le Victoria Angkor étant situé à Siem Reap au Cambodge dont l'ouverture a été effective début 2004. Le niveau d'équipements de cet hôtel, supérieur aux autres hôtels de la chaîne, conforte la stratégie d'implantation de celle-ci de Saïgon aux Temples d'Angkor.

La Chaîne Victoria exploite une liaison maritime dont les bateaux relient les hôtels de Can Tho, Chau Doc et Angkor, ainsi qu'une liaison ferroviaire de l'hôtel de Sapa à Hanoi.

Les cinq hôtels vietnamiens ouverts entre 1997 et 2001 sont en pleine exploitation depuis l'exercice 2002. Ils représentent 435 chambres avec un investissement brut de 17 M€ et avec un effectif de 1.140 personnes employées pour l'ensemble de la chaîne, faisant de votre Société le premier investisseur privé étranger au Vietnam.

L'investissement hôtelier a été refinancé, fin 2003, par un prêt bancaire de la Vietcombank à hauteur de 9,8 MUS\$ ; 1,8 MUS\$ a été remboursé sur l'exercice 2004 par les cash-flows disponibles des hôtels.

A ce jour, votre Société ne détient pas la propriété entière de tous les hôtels, à l'exception de Sapa et Phan Thiet (70 % de Hoi An, 60 % de Can Tho, 75 % d'Angkor et 80 % de l'hôtel de Chau Doc).

Les hôtels d'Angkor et de Can Tho sont détenus directement par votre Société, les quatre autres par l'intermédiaire de la société hongkongaise EEM VICTORIA HK. Parallèlement aux cinq hôtels vietnamiens, cette société contrôle également la société de gestion des hôtels (Victoria Vietnam Group). La simplification des structures et le rachat de certains minoritaires sont en cours.

L'activité hôtelière, réalisée au cours de l'exercice, a atteint 10,8 MUS\$, en progression de plus de 50 % par rapport à l'exercice précédent (+ 27,8 % à périmètre constant, c'est à dire hors Angkor) et a progressé davantage que le marché.

Le premier semestre est resté affecté par les effets des diverses épidémies survenues au cours de l'exercice précédent. Il s'est situé dans la continuité de 2003 et explique la perte 2004 de 2 M\$ (1,5 M€) impactant le résultat consolidé d'E.E.M.

Le second semestre a connu une amélioration et a représenté 70 % de l'activité de l'exercice. Les volumes d'activité comme les taux d'occupation ont dépassé, pour ce semestre, ceux de l'exercice 2002. Cette tendance est confirmée et accentuée par les chiffres du premier trimestre 2005.

Le tableau ci-dessous récapitule, en termes globaux et en US dollars (hors incidence des effets de change) les données financières du secteur hôtelier sur les trois derniers exercices :

	2004	2004 (sans Angkor)	2003	2002
Chiffre d'affaires (M\$)	10,8	8,9	6,96	7,30
Taux moyen d'occupation (%)	38,8	42,1	36,00	44,50
Prix des chambres (\$)	78,9	76,4	71,00	59,00
Résultat brut d'exploitation (M\$)	3,2	3,1	1,86	2,56

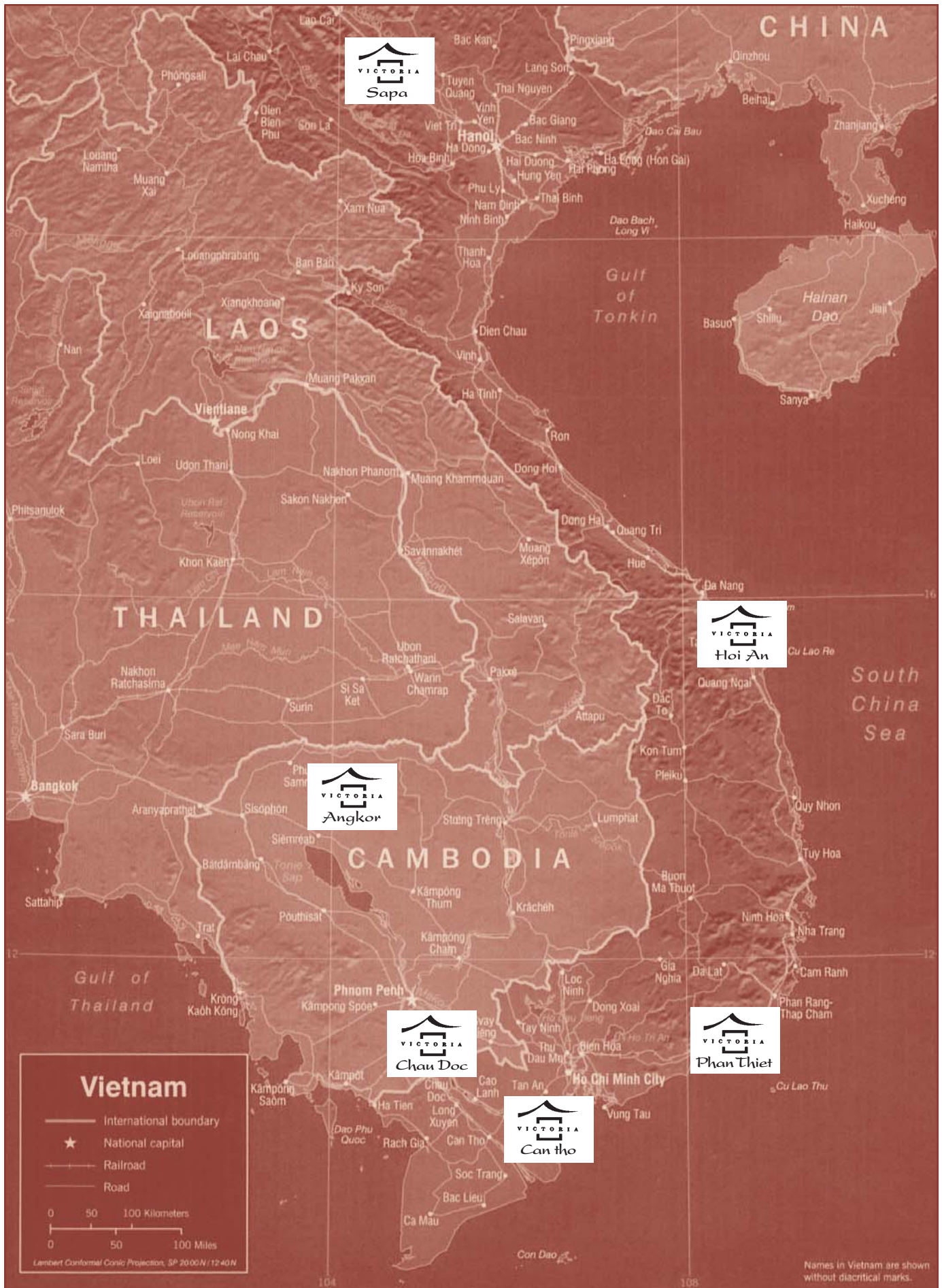
Il semble que l'on soit désormais parvenu à un niveau d'activité en fin d'exercice qui soit voisin du seuil de rentabilité et permette de supporter la charge des activités non directement hôtelières comme le train et les bateaux et les remboursements en capital et intérêts, de la dette envers la Vietcombank.

Le niveau atteint constitue une base prometteuse à partir de laquelle un décollage économique de cette activité est envisageable, axé sur :

- le développement des ventes de nuitées,
- le redéploiement de la stratégie commerciale, locale et internationale,
- la réorganisation et l'adaptation des outils de gestion,
- la réalisation d'économies d'échelle,
- l'adaptation des produits vendus aux besoins de la clientèle.

L'exploitation permanente de l'hôtel d'Angkor devrait amener les taux d'occupation budgétés en ligne avec les autres hôtels de la chaîne dont l'exploitation courante sera financièrement positive.

Les budgets 2005 ont été élaborés sur la base d'un taux d'occupation prévisionnel de 48 % et d'une augmentation des prix moyens de 10 %, conduisant, avec une activité en progression de 40 %, à une amélioration significative de l'exploitation et à la rentabilité en termes de résultat net. Afin de redresser durablement cette situation, un audit interne approfondi de cette activité a été demandé fin 2004.



## L'hôtel de Can Tho



Ouvert en 1998, situé dans le delta du Mékong, il compte 92 chambres.

En 2004, son taux d'occupation a été légèrement supérieur à la moyenne à ceux de la chaîne mais demeure néanmoins en retard par rapport à celui de 2002, année de référence et ce, même sur le second semestre. Seule la hausse pratiquée des prix conduit à un chiffre d'affaires supérieur à celui de l'exercice 2002 mais le résultat d'exploitation à la clôture de l'exercice est en très légère perte.

Le budget 2005 de cet hôtel prévoit une progression du résultat d'exploitation de plus de 30 % ; sa situation devrait être bénéficiaire après règlement des charges financières et des amortissements.





## L'hôtel de Chau Doc

10

En bordure du Mékong entre le delta et la frontière cambodgienne, cet hôtel a été ouvert en 1999 et compte 93 chambres.

Depuis son ouverture, des difficultés administratives liées à l'obtention des visas au poste frontière fluvial avec le Cambodge ont augmenté la charge financière de l'exploitation des bateaux de la chaîne Victoria qui offrent des croisières sur le Mékong entièrement à la charge de cet hôtel. Son taux d'occupation demeure le plus faible de la chaîne et reste en deçà du seuil de rentabilité.

Le budget 2005 prévoit une amélioration de la fréquentation. Les pertes qui ont représenté, pour 2004, 39 % des pertes de la chaîne, devraient se poursuivre sur l'exercice 2005, mais avec une nette amélioration.





## L'hôtel d'Hoi An

Situé sur le littoral de la mer de Chine, à proximité de l'aéroport international de Danang et de la ville royale de Hué, il compte 100 chambres et vient d'être agrandi par 5 suites supplémentaires.

Il offre des avantages touristiques et culturels et a, depuis son ouverture en 2001, été constamment bénéficiaire, excepté en 2003 ; son taux d'occupation avait alors été réduit de 15 % en conséquence des épidémies de SRAS.



Cet hôtel, considéré comme le fleuron de la chaîne Victoria au Vietnam, a bénéficié d'un taux d'occupation supérieur à 60 % en 2004. Il est structurellement bénéficiaire après remboursement des concours financiers externes et des intérêts des comptes courants. Son volume d'activité représente 28 % de celui de la chaîne, 44 % du résultat d'exploitation.

Cette fréquentation toujours croissante et ses perspectives pour l'année 2005 sont, pour votre Société, un modèle et une manifestation tangible du bien fondé de son investissement hôtelier au Vietnam. De nouvelles négociations sont en cours avec les autorités vietnamiennes pour un agrandissement significatif de la capacité d'accueil.

## L'hôtel de Phan Thiet

Situé sur le littoral aux environs de Saigon, il est, avec 73 chambres, le plus petit de la chaîne Victoria. Ouvert le premier, en 1997, il a connu un exercice 2004 en demi-teinte, étant le seul des hôtels de la chaîne à ne pas bénéficier du rebond de l'activité sur le second semestre et a supporté les charges inhérentes aux travaux réalisés dans l'hôtel.

La dégradation de son taux d'occupation, sur les trois derniers exercices, reflète une politique de prix trop ambitieuse (+30 % sur les deux derniers exercices), corrigée sur l'exercice 2005. L'activité de cet hôtel dont l'environnement est très concurrentiel, a représenté moins de 10 % de celle de la chaîne et 4,4 % de son résultat d'exploitation.

Si le budget 2005 prévoit un retour de fréquentation égal à la moyenne de la chaîne grâce à un réajustement à la baisse des prix d'environ 10 %, le résultat net de cet hôtel restera légèrement déficitaire, avec un cash-flow positif. Un programme de rénovation nécessaire a été entrepris en mars 2005 et devrait s'achever en octobre 2005. Cette réalisation devrait favoriser une relance de l'activité.





## L'hôtel de Sapa

Ouvert en 1998 et doté de 77 chambres, situé dans les montagnes du nord-ouest d'Hanoi, il est desservi par un train spécial au départ de Hanoi qui est entièrement financé par l'hôtel avec des conditions d'exploitation équilibrées. Son taux d'occupation, supérieur à la moyenne de la chaîne, a bénéficié d'un redémarrage de l'activité au second semestre où il a réalisé 60 % de son chiffre d'affaires et les 2/3 de son résultat d'exploitation.

Au cours de ce semestre, l'hôtel a dépassé d'environ 15 %, la fréquentation de celle constatée sur l'exercice 2002, l'exercice 2003 étant affecté par le SRAS. Il mène une politique de prix modéré qui tient compte de sa situation géographique. La surveillance des charges d'exploitation y est particulièrement vigilante.

L'hôtel de Sapa qui enregistre encore une très légère perte nette sur 2004 due à une faible activité au premier semestre, serait en situation de quasi-équilibre sur l'exercice 2005.



Le budget de cet exercice, avec un taux de fréquentation identique à celui constaté sur le second semestre et un faible réajustement des prix (+5 %), permet cet équilibre.



## L'hôtel d'Angkor

Inauguré en décembre 2003, situé à Siem Reap, ville voisine des temples d'Angkor, il comporte 135 chambres ; son exploitation commerciale a commencé en février 2004.

C'est le plus luxueux hôtel de la chaîne Victoria et celui dont les prix sont les plus élevés. Son niveau de fréquentation était encore inférieur à la moyenne des hôtels de la chaîne et en dépit d'un début d'exploitation 2004 plutôt moyen, il devrait se stabiliser en 2005 pour le dépasser ensuite. L'intense développement de sa commercialisation au cours de l'année 2004 (70 % du chiffre d'affaires réalisé au second semestre) devrait être poursuivi en 2005 où l'activité de cet hôtel devrait rejoindre celle de l'hôtel d'Hoi An pour la dépasser ensuite.

Fortement déficitaire sur l'exercice 2004 où son exploitation n'a pu couvrir ses charges d'amortissement, l'hôtel devrait parvenir à l'équilibre au cours de l'exercice 2005 et, à compter de l'exercice 2006, commencer le remboursement des comptes courants de la société mère.

Votre Société met beaucoup d'espoirs dans cet hôtel dont elle espère, au-delà de son exploitation bénéficiaire, faire d'Angkor, la dernière étape des circuits touristiques sur le Mékong avec une fréquentation accrue des hôtels de Can Tho et surtout de Chau Doc vers le nord.

> **La structure de gestion "Victoria Vietnam Group"** à Saïgon comprend 24 personnes dont les revenus sont assurés par les hôtels. Cette direction assure le recrutement du personnel, le contrôle de la gestion des hôtels et supervise la maintenance technique des hôtels. Elle pourrait avoir, pour fonction complémentaire, la gestion d'hôtels dont votre Société ne serait plus l'unique investisseur. Son coût a représenté pour les hôtels une charge de 1,2M\$.

> **Une Agence de voyages en charge de la promotion des hôtels de la chaîne Victoria, Other Ways International** a été créée en octobre 2002, son siège étant à Bangkok. En raison de résultats décevants, ses dirigeants ont été remplacés fin 2004. Votre Société réitère sa confiance en celle-ci et le potentiel qu'elle peut apporter tant à la chaîne Victoria qu'à votre Société.

## **GROUPE GASCOGNE**

La participation de votre société dans Groupe Gascogne (539.487 actions représentant une valeur nette de 43,06 M€) est le plus important des actifs de votre société.

Les données publiées par Groupe Gascogne font apparaître un exercice 2004 en demi-teinte où la faiblesse de l'environnement économique comme la cyclicité de certains des secteurs d'activité ont atténué fortement l'effet des changements engagés par le nouveau management.

L'activité globale de Groupe Gascogne qui s'est établie à 626,8 M€ (+ 1,8 % et + 0,2 % à périmètre et taux de change constants) reflète une baisse de l'activité en France (-3,1 %) notamment en ce qui regarde l'activité papetière (-3,4 %) et une progression de 9,8 % du chiffre d'affaires export (+4,5 % à périmètre et taux de change constants).

Les effets de la baisse des prix, dans un contexte sectoriel morose, ont entraîné, malgré la réalisation d'économies programmées de 13 M€, une forte baisse de l'excédent brut d'exploitation, conduisant à un résultat d'exploitation consolidé voisin de l'équilibre, tiré vers le bas par le secteur papetier du fait d'un arrêt prolongé de la machine à papier sur plusieurs mois de l'exercice.

Le résultat net consolidé de l'exercice ressort à 0,95 M€, grâce à l'amélioration du résultat financier.

Les efforts de Groupe Gascogne, dans la maîtrise de ses besoins en fonds de roulement et dans le choix et la réduction de ses investissements, lui ont permis de procéder à un important désendettement (46,7 M€) correspondant à une baisse de 31,6 % de l'endettement, le ratio d'endettement revenant à 58 % des fonds propres.

Le tableau ci-dessous récapitule les performances des différentes branches d'activité de Groupe Gascogne :

<b>Chiffres consolidés par activité en M€</b>	<b>Bois</b>	<b>Papier</b>	<b>Sacs</b>	<b>Complexes</b>	<b>Distribution</b>	<b>Autres</b>	<b>Total</b>
Chiffre d'affaires	107,8	79,7	107,4	178,2	153,7	-	626,8
Excédent brut d'exploitation	6,1	0,4	11,6	8,4	3,8	(0,4)	29,9
Résultat courant	0,5	(10,2)	5,8	0,1	2,3	(1,3)	(2,8)

Le redressement constaté de la branche bois a conduit à la décision du maintien de ces activités dans le périmètre de Groupe Gascogne, ce secteur étant revenu à la rentabilité en dépit d'un environnement peu porteur.

La branche papier, en bas de cycle, affectée par trois arrêts de la production, des baisses de prix et l'effet dollar, a, malgré des économies de 2,1 M€, enregistré un résultat courant fortement négatif.

Le secteur sacherie a maintenu sa performance grâce à des réductions de coûts. Dans le secteur des complexes, les baisses de coûts ont permis de compenser les effets négatifs de la parité \$/€.

La branche distribution, redressée, enregistre une amélioration significative de ses résultats dans un marché français peu porteur.

## **SECTEUR BOIS**

### **> SOCIETE INDUSTRIELLE OBER**

La SI Ober, désormais recentrée sur l'activité de panneaux décoratifs, a confirmé sur l'exercice 2004 le redressement débuté sur l'exercice précédent. Avec un niveau d'activité et de résultats conformes à la prévision budgétaire (CA : 15 M€ et résultat net de 0,99 M€) réalisés dans un environnement peu porteur, cette société est désormais revenue à une exploitation équilibrée.

C'est pourquoi il est apparu à votre Société qu'une solution lui permettant d'arbitrer partiellement cet actif pouvait être mise en œuvre.

En conséquence, votre Société a cédé la SI Ober à une société financière de reprise dont elle détient 42,5 % du capital, à côté des cadres de la société (42,5 %) et d'un établissement financier ; elle réalise à cette occasion une plus value nette de 0,8 M€ dans les comptes sociaux et de 0,9 M€ dans les comptes consolidés.

Cette cession, intervenue en décembre 2004, est assortie d'un crédit vendeur et de clauses de retour à meilleure fortune qui sont susceptibles de procurer à votre Société des compléments de produits financiers et de plus-values sur l'exercice 2005.

La SI Ober est sortie du périmètre de consolidation de votre groupe au 31 décembre 2004.

## > YWIL

YWIL (Yangon Wood Industries Limited) est la première entreprise exportatrice de bois transformé du Myanmar. Elle produit des ponts de bateaux, des meubles, des parquets et terrasses, des produits profilés et des sciages bruts essentiellement en teck.

Conformément au droit du Myanmar, son capital a vocation à être ouvert à l'Etat et des discussions sont en cours en vue du transfert à l'Etat du cinquième du capital d'YWIL.

L'entreprise représente un volume d'activité actuel de 3,97 M\$, emploie 371 personnes dont 3 expatriés, désormais sur un seul site industriel.

Au cours de l'exercice, la société qui a diversifié ses canaux de vente en contractant avec un distributeur de meubles et ponts de bateaux présent en Europe du Nord, a fait progresser son volume d'activité de 27 %.

Malgré des efforts réels de maîtrise des charges, l'impossibilité de répercuter dans les prix les fortes hausses administrées du prix des grumes n'a pas permis à la société de revenir à l'équilibre.

Toutefois, l'entreprise conserve un stock de bois non encore travaillé qui, transformé en produits négociés sur les marchés européens, recèle une réserve de marges importantes sur l'exercice 2005.

Elle clôt l'exercice en perte de 1,37 M\$ (1,07 M€), après remboursement des trois quarts de sa dette locale (contre une perte de 2,24 M\$ sur l'exercice précédent).

L'investissement de votre société dans YWIL, compte tenu des difficultés récurrentes de son exploitation, a été ramené à 1 M€ en données sociales comme consolidées, compte tenu notamment de la valeur réelle de son stock de teck non encore fabriqué.

## > CBM

La Compagnie des Bois et Meubles avait été constituée, à l'origine, pour commercialiser les produits fabriqués par YWIL.

Les difficultés rencontrées dans la livraison des produits en provenance du Myanmar l'ont conduite à diversifier ses approvisionnements pour tenter de couvrir ses frais fixes ; l'analyse des données de l'activité de l'exercice montre qu'elle y est largement parvenue, en dépit de nécessités de déstockage pour retrouver une trésorerie aisée et que, dans sa configuration actuelle, son modèle économique de distributeur de moins en moins dépendant d'YWIL se trouve validé.

Au cours de l'exercice, cette société a mené une politique de déstockage et d'animation commerciale servie par des flux de livraisons plus réguliers en provenance du Myanmar qui, en portant son volume d'activité à 4,8 M€ (+58 % par rapport à l'exercice précédent) lui ont permis de terminer l'exercice en exploitation comme en termes de résultat net, voisins de l'équilibre (perte nette de 33 K€ contre 426 K€ sur l'exercice 2003).

## > SOCIETE DES BOIS DE BAYANGA

Votre société a recherché un partenaire pour exploiter cette concession de 300.000 hectares située en Centrafrique et faire fonctionner l'unité de tranchage qui y était implantée.

Dans ce contexte, près de 3 M€ ont été apportés en compte courant à la Société des Bois de Bayanga aux fins de remise en état des outils d'exploitation.

L'échec de cette tentative de partenariat qui a conduit à un arrêt de l'exploitation en octobre 2004, a amené votre Société à envisager la cession ou l'abandon de l'activité de cette entreprise. Sur l'exercice, un volume d'activité de 2,27 M€ a été réalisé, en régression de plus de 50 % par rapport à 2003, conduisant, malgré la surveillance des charges, à une perte d'exploitation de 2,9 M€ (2,2 M€ en 2003) et à une perte nette de 3,9 M€ (2,74 M€ sur l'exercice précédent).

Votre Société a tiré la conclusion de cette situation en provisionnant en totalité cette participation ainsi que ses créances en compte courant envers celle-ci (6,03 M€ sur l'exercice 2004) et en procédant à sa déconsolidation au 1<sup>er</sup> janvier 2004 (poste « sociétés en cours de cession »).

## SECTEUR IMMOBILIER

### > SAIP

Votre Société détient 97,19 % de cette société dont les actions font l'objet de transactions sur le marché libre. Cette entreprise détient un immeuble sis rue Cadet, la totalité du capital de la SNC Croix des Petits Champs, propriétaire d'un immeuble rue Croix de Petits Champs et 72 % de la société Villa Pradon, société malgache propriétaire d'un immeuble de bureaux et commerces à Tananarive.

La SAIP gère directement l'immeuble rue Cadet dont un bâtiment est loué, le second étant proposé à la location ; elle fait face à ses charges courantes mais a dû avoir recours aux avances en compte courant d'E.E.M. pour assurer le remboursement des charges financières afférentes à cet immeuble.

Son exercice 2004 enregistre une perte nette de 0,36 M€ (contre 0,48 M€ sur l'exercice précédent, grâce notamment aux remontées de résultats de la SNC Croix des Petits Champs (0,1 M€).

- **La SNC Croix des Petits Champs** possède un immeuble de 3.200 m<sup>2</sup> sur 7 niveaux qu'elle rénove en vue de sa revente à la découpe ; au cours de l'exercice, 75 % environ des travaux de rénovation ont été réalisés ; trois locaux représentant 14 % des surfaces ont été cédés. Grâce à ces cessions, l'endettement a été réduit à 4,52 M€ (contre 6,5 M€ au début de l'exercice).

Agissant en marchand de biens, la SNC comptabilise en chiffre d'affaires ses ventes d'appartements et la plus-value nette de charges qui en résulte, en bénéfice. Au titre de l'exercice 2004, elle a ainsi réalisé un chiffre d'affaires de 2,57 M€ et un bénéfice net de 0,12 M€. Depuis la clôture de l'exercice, les travaux de rénovation de l'immeuble ont été achevés ; un appartement a été vendu et les promesses de vente de deux autres ont été signées. Les négociations, actuellement en cours, laissent espérer la vente sur l'exercice 2005 de six autres appartements ainsi que le remboursement intégral de l'endettement et l'extériorisation d'un résultat significatif.

- **La société Villa Pradon**, dont la SAIP détient désormais 72 % (contre 25 % en 2003) est propriétaire d'un ensemble immobilier de deux bâtiments à Tananarive dont le gros œuvre est achevé. Au cours de l'exercice, une première tranche de travaux de 0,27 M€ a été lancée sur un bâtiment de 2.000 m<sup>2</sup> de bureaux et commerce qui s'est terminée en avril 2005. Dès son achèvement, le bâtiment sera mis en location, un loyer global annuel de 0,24 M€ étant espéré pour ce bâtiment. La seconde tranche de travaux qui concerne un bâtiment de 1.500 m<sup>2</sup> de bureaux, a été différée jusqu'à la mise en location du premier et nécessitera des investissements plus importants (2,5 M€ environ).

## > SEMNO

Votre Société possède la totalité du capital de Semno dont le seul actif est un hôtel particulier sis rue Vernet, à caractère commercial. Cet actif est proposé à la vente en l'état et aucune rénovation n'a été entreprise. La société est entrée dans le périmètre de consolidation au 1<sup>er</sup> janvier 2004.

Semno supporte un emprunt hypothécaire, garanti par votre Société, d'un montant, au 31 décembre 2004, de 2,33 M€. L'immeuble demeurant libre, Semno qui n'a pas d'activité et supporte les frais financiers juridiques et comptables afférents à l'immeuble, a clôturé l'exercice avec une perte nette de 0,07 M€.

Cet investissement est inscrit pour 2,6 M€ dans les livres de votre Société dont la dette à l'égard de Semno s'élève à 2,22 M€.

## > ANTANA

Cette société qui détenait un entrepôt dans les environs de Budapest, a été cédée en septembre 2004, au prix de 9,99 M€, dégageant une plus-value sociale de 7,76 M€ et une plus-value consolidée de 8 M€.

## > LES VERGERS

Au cours de l'exercice, les entrepôts de Noves qui restaient le seul actif significatif de la société, ont été cédés pour 1,5 M€, la société ne restant propriétaire que d'une boutique.

A la clôture de l'exercice, la valeur nette comptable a été ramenée à 0,68 M€, après remboursement de 0,66 M€ de compte courant et capitalisation des intérêts de l'exercice. Le solde du produit de la vente a été affecté à la constitution d'une provision dans les comptes de la société au titre d'un contrôle fiscal en cours.

## **SECTEUR AQUACULTURE**

### > FMB-AQUAPOLE

La société a réalisé en 2004 un chiffre d'affaires de 3,36 M€ dont 32 % à l'export, correspondant à près de 400 tonnes de bars. Si l'exercice n'a connu aucun aléa climatique, les conséquences de la canicule de l'été 2003 et du moindre alevinage de 2002 ont pesé sur les tonnages de poissons élevés et disponibles à la vente (-10 %) et n'ont été compensés que pour partie par une augmentation des prix moyens.

La bonne maîtrise des charges a conduit à un résultat d'exploitation très voisin de l'équilibre et à une perte nette réduite au quart de celle de l'exercice précédent (-0,12 M€ contre -0,5 M€).

La valeur nette comptable dans les livres de votre Société est de 3,11 M€ au 31 décembre 2004.

L'exercice 2005 est attendu marqué par une contraction des tonnages vendus du fait des accidents climatiques précédents.

Des investissements visant à réduire la durée de grossissement des poissons ont été entrepris et devraient améliorer significativement la rentabilité dès l'exercice 2006. Dans l'intervalle, une extension de l'emprise foncière de la société pourrait intervenir dès les autorisations administratives obtenues. La société fera face au financement de cette contrainte éventuelle sans concours de la société mère E.E.M.

### > AQUAFARM INVESTMENT Pte/MYANMAR AQUAMARGUE Ltd

Cette société, détenue désormais par votre Société à 70 %, est un holding de droit singapourien détenant la totalité du capital de la société de droit birman Myanmar Aquamargue Ltd.

Myanmar Aquamargue Ltd, titulaire d'une concession sur deux îles au large du port de Mergui, a entrepris d'exploiter une ferme de production de crevettes en milieu semi-ouvert. La mise en place des moyens d'exploitation de la ferme comporte une écloserie et 16 bassins d'élevage et a représenté un investissement de 4,02 MUS\$ financé par votre Société, via Aquafarm, à hauteur de 2,5 M€.

La première récolte de crevettes, escomptée en novembre 2004, n'a pu intervenir en raison d'un virus rendant le cheptel impropre à la vente. Par ailleurs, certaines des digues entourant les bassins ont été rompues. De ce fait et compte tenu de la présence du virus conduisant à repenser les installations existantes, de nouveaux investissements apparaissent nécessaires pour parvenir à une exploitation normale de la ferme. Les études menées à la suite de ces aléas à la fin de l'exercice ont validé le modèle économique de cette activité et confirmé la possibilité d'un retour sur investissement sur 4 à 5 récoltes de crevettes.

Sans produits d'exploitation, la ferme n'a enregistré sur l'exercice que des charges courantes et d'investissement. Aquamargue a, en conséquence, terminé l'exercice avec une perte de 0,5 M\$. La valeur sociale et consolidée du pôle Aquafarm/Aquamargue a été ramenée à 1,5 M€ en raison des aléas constatés dans ses possibilités d'exploitation et de la perspective d'une première récolte possible à la fin de l'exercice 2005.

## **SECTEUR CAPITAL RISQUE**

### **> PETROJET INTERNATIONAL**

Cette société, détenue à 70,52 % par votre Société, possède un brevet de nettoyage recyclage des boues pétrolières accumulées dans les réservoirs pétroliers à toit flottant.

Comme durant l'exercice précédent, la société n'a pas eu d'activité au cours de cet exercice.

Avec une nouvelle direction, la société a mené des actions commerciales qui devraient déboucher sur l'exercice 2005, en cherchant à conclure des accords avec les nettoyeurs de cuves à pétrole. L'augmentation des prix du brut comme la plus forte prégnance des exigences environnementales renforcent l'intérêt pour ce procédé de nettoyage propre.

Malgré des efforts pour limiter ses charges, la société a perdu 1,3 M€ sur l'exercice 2004. Sa recapitalisation est en cours et ses perspectives de développement ont conduit à lui maintenir une valeur nette comptable d'environ 1 M€ qui tient compte et de l'opérabilité du procédé qui a déjà été expérimenté positivement et donné lieu à licences, du dynamisme de la nouvelle direction et des perspectives de commercialisation entreprises sur l'exercice 2005 qui sont prévues débouchant sur de véritables partenariats industriels.

## **SECTEUR VITICOLE**

### **> TOKAJ HETZÖLÖ - TOKAJ LENCSÉS DÜLÖ**

Votre société a un intérêt de 7,55 %, aux côtés de Grands Millésimes de France (Groupe Azur/GMF) dans le capital de Tokaj Hetzölö, propriétaire de 50 hectares de vignobles à Tokaj, dont 48 sont plantés à ce jour.

Cet investissement, dans les livres de votre Société pour 0,5 M€, n'appelle pas de remarques particulières.

Votre société a, par ailleurs, constitué une filiale à 100 % pour planter en vignoble 5 hectares de terrains loués à bail à 30 ans. La gestion en a été confiée à Tokaj Hetzölö. Les travaux de terrassement sont achevés à ce jour et la plantation a été effectuée au cours de l'exercice 2004. La première récolte interviendra en 2007. L'engagement net d'E.E.M. au titre de cet investissement s'élève à 0,94 M€. Il représente une extension du vignoble de Tokaj Hetzölö d'environ 10 %.

## **EVENEMENTS INTERVENUS DEPUIS LA FIN DE L'EXERCICE**

L'activité hôtelière a été soutenue au premier trimestre 2005, en progression de 70 % par rapport à la même période de l'exercice précédent (+43 % pour les seuls hôtels vietnamiens) ; sur la période, le réalisé a été supérieur au budget et la progression enregistrée plus importante que l'évolution du marché du tourisme local.

L'hôtel d'Angkor poursuit son développement dans la ligne des derniers mois de l'exercice 2004 et se rapproche progressivement, dans des conditions meilleures que budgétées, des taux de remplissage moyens de la chaîne.

Des investissements de rationalisation et d'amélioration se poursuivent et permettent d'envisager un développement à deux chiffres sur les prochaines années, ainsi que l'étude de projets d'extension de l'activité.

La commercialisation de l'immeuble de la rue Croix des Petits Champs s'est poursuivie en 2005, les travaux s'étant achevés à la fin du premier trimestre 2005. Les ventes signées et celles dont la signature est en cours permettent de tirer parti de la bonne tenue du marché immobilier, de telle sorte que le désendettement de la société portant l'immeuble arrive à son terme, l'opération globale se confirmant fructueuse.

La SI OBER, recentrée, poursuit ses efforts de profitabilité et devrait améliorer son résultat sur l'exercice en cours.

Au niveau de la société mère, la démission de Monsieur Baudoin de Pimodan a conduit à son remplacement en tant que Directeur Général Délégué par Monsieur Frédéric Doucet, Président Directeur Général de Verneuil Participations.

## **PERSPECTIVES 2005**

L'exercice 2005 devrait être marqué par le développement soutenu de l'activité hôtelière du groupe et par la poursuite de la restructuration du pôle bois du groupe. Le désendettement de la société comme du groupe se poursuivra.

## INFORMATIONS JURIDIQUES ET FINANCIERES

### CAPITAL SOCIAL / DROITS DE VOTE / AUTORISATIONS FINANCIERES

Au 31 décembre 2004, le capital s'élève à 49.484.000 euros. Il est divisé en 3.092.750 actions et compte tenu des droits de vote double conférés aux actions détenues sous la forme nominative depuis deux ans au moins, le nombre total de droits de vote est de 3.351.095.

#### EVOLUTION DU CAPITAL AU COURS DE L'EXERCICE 2004

Le capital au 31 décembre 2003 s'élevait à 37.938.768 euros, divisé en 2.371.173 actions. Il a évolué comme suit au cours de l'exercice :

Dates et Opérations	Nombre d'actions		Augmentation (Réduction) de capital en euros	Montant du Capital en euros
	Ajoutées (annulées)	Total		
27/04/2004 : Remboursement de 18.394 ORA	25.935	2.397.108	414.960	38.353.728
14/10/2004: Remboursement de 293.983 ORA	414.483	2.811.591	6.631.728	44.985.456
08/11/2004 : Attribution gratuite d'actions	281.159	3.092.750	4.498.544	49.484.000

#### RÉPARTITION DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE AU 31 DECEMBRE 2004

La société est informée de l'identité de ses actionnaires les plus importants par les dispositions légales de franchissement de seuil (5 %, 10 %, 33 %) en actions ou en droits de vote.

Au 31 décembre 2004, à la connaissance de la société, les actionnaires suivants détiennent directement ou indirectement :

- Plus de 20 % du capital ou des droits de vote :	Groupe VERNEUIL
- Plus de 5 % " " :	ALTER FINANCE
- Plus de 5 % " " :	Groupe ESCA
- Plus de 5 % " " :	SOCIETE AFRICAINE DU FLEUVE (SAF)

#### UTILISATION DES AUTORISATIONS FINANCIERES

En 2004, les autorisations financières ont été utilisées dans les conditions suivantes :

##### 1) Rachat d'actions de la société

En 2004, la société a acquis 36.637 actions conservées par la société au 31 décembre 2004.

##### 2) Attribution gratuite d'actions

Le Conseil d'Administration, réuni le 14 octobre 2004, faisant application de la 11<sup>e</sup> résolution votée par l'AGM du 24 juin 2004, a décidé de procéder à l'attribution gratuite d'actions, cette autorisation portant sur un montant nominal ne pouvant excéder 6 M€ (six millions d'euros).

A la suite de cette décision, il a été procédé à l'attribution d'une action nouvelle pour dix actions anciennes, créant ainsi 281.159 actions nouvelles, jouissance au 1<sup>er</sup> janvier 2004, pour un montant de 4.498.544 euros.

### DIVIDENDES DISTRIBUES

Nous vous rappelons les dividendes versés au cours des trois derniers exercices

Exercice	Dividendes (€)	Avoir fiscal (€)	Total (€)
01/04/2001 au 31/12/2001	2.683.782	1.341.891	4.025.673
01/01/2002 au 31/12/2002	2.982.210	1.491.105	4.473.315
01/01/2003 au 31/12/2003	0	0	0

### DIRECTION / ADMINISTRATION / CONTROLE DE LA SOCIETE

#### LA DIRECTION

La Direction est composée de Monsieur François GONTIER, Président Directeur Général et de Monsieur Baudoin de PIMODAN, Directeur Général Délégué, remplacé le 15 février 2005 par Monsieur Frédéric DOULCET.

Les rémunérations de toute nature versées, en 2004, par EEM et les sociétés contrôlées au sens de l'article L 223-16 du Code de commerce aux membres de la Direction Générale ont été les suivantes : (montants bruts)

- Monsieur François GONTIER	178.808
- Monsieur Baudoin de PIMODAN	189.543

## LE CONSEIL D'ADMINISTRATION

### 1) Les Administrateurs

**François GONTIER**, Président Directeur Général, a été nommé administrateur d'EEM en 2000. Son mandat vient à échéance à l'assemblée statuant sur les comptes de l'exercice 2005. Il détient 6.160 actions.

Autres mandats :

Président de : DUC SA  
Président de : FMB-AQUAPOLE SAS  
Administrateur de : LA TETE DANS LES NUAGES SA  
DUC DEVELOPPEMENT INTERNATIONAL SA  
SAIP et PETROJET INTERNATIONAL SA (filiales d'EEM)  
Gérant de : FOCH INVESTISSEMENTS SNC  
MATIGNON SNC  
MALESHERBES PATRIMOINE SARL  
SCI AMAURY  
SCI LA RIVIERE DIEU  
Gérant des EURL : ROTISSERIE DUC AUXERRE - ROTISSERIE DUC CHALON S/SAONE - ROTISSERIE DUC DIJON - ROTISSERIE DUC DOLE  
ROTISSERIE DUC FONTAINEBLEAU  
Représentant Permanent de la société EEM, administrateur de : HDH SA (filiale d'EEM)  
Représentant Permanent de la société FOCH INVESTISSEMENTS, gérante de : SCI MAILLOT ARGENTINE- SNC MALESHERBES PARTICIPATIONS.  
Représentant Permanent de la société FOCH INVESTISSEMENTS, co-gérante de la SNC VERNEUIL & ASSOCIES  
Représentant Permanent de la société MALESHERBES PARTICIPATIONS, gérante de : SNC PENTHIEVRE MATIGNON

**Olivier COLAS**, Administrateur, a été nommé administrateur d'EEM en 1996. Son mandat vient à échéance à l'assemblée statuant sur les comptes de l'exercice 2004. Il détient 1.658 actions.

Autres mandats :

Gérant majoritaire de : SOCIETE DE VIEILLISSEMENT ET DE DISTRIBUTION INTEGREE  
SC DU CHATEAU PERIN DE NAUDINE

**Jean-Pierre DESGEORGES**, Administrateur, a été nommé administrateur d'EEM en 2000. Son mandat vient à échéance à l'assemblée statuant sur les comptes de l'exercice 2005. Il détient 338 actions.

Autres mandats :

Président du Conseil de Surveillance de : KBL France SA  
GFS (Global Financial Services)  
ASSYSTEM  
Administrateur de : KBL FRANCE GESTION (filiale de KBL France)  
AIR LIQUIDE WELDING

**Jean DUCROQUET**, Administrateur, a été nommé administrateur d'EEM en 2001. Son mandat vient à échéance à l'assemblée statuant sur les comptes de l'exercice 2006. Il détient 2.619 actions.

Autre mandat :

Fondé de pouvoirs chez KBL France SA

**Jean François SAGLIO**, Administrateur, a été nommé administrateur d'EEM en 1994. Son mandat vient à échéance à l'assemblée statuant sur les comptes de l'exercice 2005. Il détient 438 actions.

Autres mandats :

Président du Conseil de Surveillance de : PACKFINANCE  
Vice-président de : B.N.F.L. SA  
Administrateur de : PETROJET SA (filiale d'EEM)  
Membre du Conseil de Surveillance de : GROUPE GASCOGNE SA

**VERNEUIL FINANCE SARL**, Administrateur, a été nommé administrateur d'EEM en 2000. Son mandat vient à échéance à l'assemblée statuant sur les comptes de l'exercice 2004. Elle détient 250 actions.

Représentée par Frédéric DOULCET qui est :

Président Directeur Général de : VERNEUIL PARTICIPATIONS SA

Président de : LA TETE DANS LES NUAGES SA  
SAIRO SAS  
SOCIETE INDUSTRIELLE OBER SAS

Administrateur de : DUC SA

Gérant de : VERNEUIL FINANCE SARL - F.D. CONSEILS ET PARTICIPATIONS SARL - SCI BOBRIS

Représentant Permanent de la société F.D. CONSEILS ET PARTICIPATIONS, co-gérante de VERNEUIL ET ASSOCIES SNC

Représentant Permanent de VERNEUIL FINANCE, gérante de la : SC MARBEAU

Représentant Permanent de OBER SAS, membre du Conseil de Surveillance de GROUPE GASCOGNE SA.

**ALTER FINANCE SA**, Administrateur, a été nommé administrateur d'EEM en 2001. Son mandat vient à échéance à l'assemblée statuant sur les comptes de l'exercice 2006. Elle détient 180.391 actions  
Représentée par Francis LAGARDE qui est :  
Président de : ALTER FINANCE SA - LOCALEASE SA- ARCHITECTURE LUMIERE DEVELOPPEMENT SA - COGESPAR SAS - ALTER BAIL AVIATION SAS  
Administrateur - Administrateur Délégué de : SCOP PARTICIPATIONS SA  
Représentant Permanent de ALTER FINANCE, administrateur de : ALTER PARTICIPATION SA, JB MARTIN SA.

## 2) Périodicité des réunions du Conseil d'Administration

Conformément aux statuts, au cours de l'exercice 2004, le Conseil d'Administration s'est réuni les 27 avril et 14 octobre 2004 et au cours de ce même exercice d'autres réunions informelles d'Administrateurs se sont tenues. Le taux de participation au Conseil d'Administration a été de 100 %.

## 3) Jetons de présence

Les rémunérations de toute nature versées en 2004 aux membres du Conseil d'Administration par EEM et les sociétés contrôlées au sens de l'article L 223-16 du Code de Commerce ont été les suivantes : (montants bruts)

- Monsieur Olivier COLAS	15.585 €
- Monsieur Jean-Pierre DESGEORGES	8.001 €
- Monsieur Jean DUCROQUET	11.085 €
- Monsieur Jean-François SAGLIO	15.585 €
- VERNEUIL FINANCE	9.543 €
- ALTER FINANCE	9.543 €

## LE COMITE D'AUDIT

Le Comité s'est réuni le 7 avril et le 23 avril 2004 pour examiner les comptes de l'exercice 2003 et entendre les Commissaires aux Comptes et le 7 octobre 2004 pour examiner les comptes semestriels au 30 juin 2004.

## LE CONTROLE

### 1) Commissaires au comptes titulaires

**ERNST & YOUNG Audit**, représenté par François Carrega  
Faubourg de l'Arche - 11, allée de l'Arche - 92400 Courbevoie  
Date du premier mandat : 1993  
Date du mandat actuel : AGO du 20 juillet 1999, expirant à l'issue de l'Assemblée Générale statuant sur les comptes de l'exercice 2004.

**DELOITTE TOUCHE TOHMATSU**, représenté par Alain Penanguer  
185, avenue Charles de Gaulle - 92200 Neuilly sur Seine  
Date du premier mandat : 19 juin 2002  
Date du mandat actuel : AGO du 19 juin 2002, expirant à l'issue de l'Assemblée Générale statuant sur les comptes de l'exercice 2004.

### 2) Commissaires au comptes suppléants

**Alain LEVRARD**  
4, rue Auber - 75009 Paris  
Date du premier mandat : 1993  
Date du mandat actuel : AGO du 20 juillet 1999, expirant à l'issue de l'Assemblée Générale statuant sur les comptes de l'exercice 2004.

**Cabinet B.E.A.S.**, représenté par Alain Pons  
7/9, Villa Houssay - 92200 Neuilly  
Date du premier mandat : 19 juin 2002  
Date du mandat actuel : AGO du 19 juin 2002, expirant à l'issue de l'Assemblée Générale statuant sur les comptes de l'exercice 2004.

## CHARGES NON DEDUCTIBLES

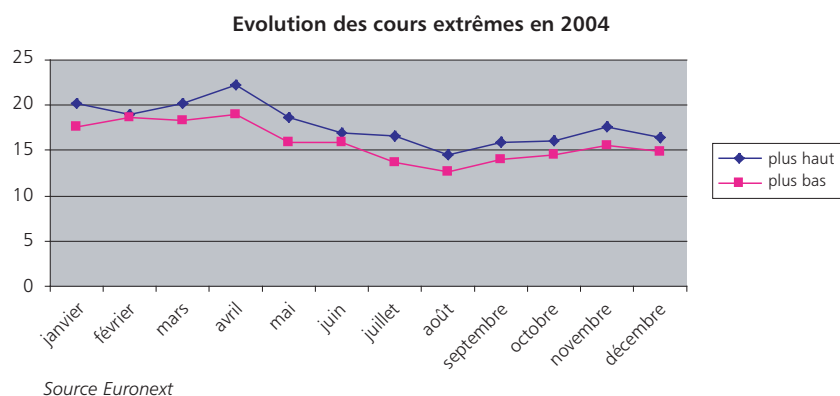
Aucune charge non déductible visée par l'article L 225-211 n'a été enregistrée au cours de l'exercice 2004.

## LE TITRE ET LA BOURSE

### A - Les Actions

Les 3.092.750 actions composant actuellement le capital d'E.E.M. sont cotées sur le marché Eurolist C d'Euronext Paris (code ISIN FR 000035719). Les cours et volumes de transactions sont récapitulés par le tableau ci-après (source Euronext Paris) qui doit être considéré en tenant compte :

- du remboursement définitif des 293.983 ORA encore en circulation intervenu le 1<sup>er</sup> juillet 2004 et qui a donné lieu à l'émission de 414.483 actions,
- de l'attribution gratuite de 281.159 actions intervenue le 8 novembre 2004.



Au cours de l'exercice 2004, une moindre liquidité a été constatée sur le titre, bien que le nombre d'actions cotées ait augmenté de près de 40 % (remboursement des ORA et attribution gratuite au cours du second semestre).

En effet, les volumes de transactions quotidiens moyens ont été de 61.044,6 € (102,6 K€ en 2003) correspondant à 3.316 titres (contre 3.976 en 2003) échangés en moyenne par séance (0,15 % du flottant et 0,1 % du capital).

Le nombre de titres échangés fait ressortir un taux de rotation du flottant d'environ 35 % et de 26 % environ du capital.

### B - Les Obligations remboursables en actions (ORA)

Ces titres ont été remboursés en actions le 1<sup>er</sup> juillet 2004 et 414.483 actions ont été émises à cette occasion.

Au cours du premier semestre, la liquidité de ces titres a été faible compte tenu de la proximité de leur échéance : 18.699 obligations ont été échangées, correspondant à des volumes de capitaux de 531,4 K€, soit 6,66 % de la valeur nominale des obligations en circulation lors du remboursement de l'emprunt.

## INFORMATIONS SUR LES CONSEQUENCES SOCIALES ET ENVIRONNEMENTALES DE L'ACTIVITE DE LA SOCIETE

EEM employait 9 personnes au 31 décembre 2004 ; à cette même date, le groupe employait 1.627 personnes (contre 2.151 au 31 décembre 2003) réparties comme suit par secteur d'activité :

- Secteur hôtelier 1.148 personnes
- Secteur bois 377 personnes (non compris le personnel de la SBB société déconsolidée)
- Aquaculture et divers 102 personnes

Les engagements de retraite afférents à ces personnels représentent en France 738 K€ ; ils ne sont pas significatifs pour les filiales étrangères.

Il n'existe aucun accord collectif au niveau de l'entreprise ; la société-mère est soumise à la convention collective des sociétés financières ; la durée du travail est de 35 heures en France. A l'étranger, elle est conforme aux réglementations locales. Les salariés ne possèdent pas de participation au capital de la société.

En France, la taxe sur la formation est consommée en interne par le recours à des formateurs extérieurs ; à l'étranger, le groupe met en œuvre des politiques de formation destinées à faire assurer par des personnels locaux les tâches encore dévolues à des expatriés.

En matière environnementale, le groupe, actif dans les métiers du bois, veille au respect des recommandations en matière de développement durable. A cet égard, on signalera qu'au Myanmar, la filiale Ywil mène, conjointement avec les échelons locaux du groupe Total, une réflexion en vue de la promotion conjointe d'actions de protection de l'environnement.

Concernant le passage aux normes IFRS, la société procède, avec l'aide d'un prestataire extérieur, aux études sur les voies, moyens et procédures à adopter pour la mise en place de ces normes nouvelles. En l'état actuel de ces travaux, le groupe estime qu'il sera en mesure de satisfaire à la contrainte réglementaire à bonne date, bien qu'il lui soit impossible à l'heure actuelle d'en évaluer les incidences financières en termes de résultats comme de valorisation de ses actifs.

En matière d'information des actionnaires, le groupe veille au respect de la réglementation boursière en la matière et assure une diffusion large de son rapport annuel. Il actualise régulièrement son site Internet. Il publie régulièrement, dans le cadre du respect des règles d'information permanente, des avis financiers dans la presse.

## **FACTEURS DE RISQUE**

### **RISQUE DE TAUX**

La société n'a pas effectué de swap de taux sur les coupons dus aux porteurs d'ORA, à taux fixe, dont le dernier a été réglé sur l'exercice.

Les fractions à plus d'un an de l'endettement social sont à taux fixe (4,5 %), et n'ont pas fait l'objet de swap de taux.

Au niveau des filiales, l'endettement des hôtels est un endettement long et à taux fixe (entre 4,2 et 4,5 % l'an selon les cas). Sont à taux variable les endettements sur l'immeuble de la SNC Croix des Petits Champs (TMM+2 %) et sur la SAIP (Pex + 0,9 %). Ils n'ont pas fait l'objet de couverture (celui sur la SNC devrait être remboursé à court terme).

### **RISQUE ACTION**

La société dispose de deux participations cotées, Groupe Gascogne et SAIP. S'agissant dans les deux cas de titres de participation, aucune de ces lignes n'a été dépréciée, la valeur intrinsèque de ces titres ne le justifiant pas.

S'agissant de Groupe Gascogne, l'importance de la ligne a conduit la direction de votre Société à rendre compte de façon régulière de l'évolution de cette ligne au Conseil d'Administration.

Votre société estime que la valeur industrielle de ces lignes est très supérieure à leur valeur boursière (laquelle pour SAIP qui n'a qu'un flottant insignifiant est au demeurant peu significative).

En ce qui regarde Groupe Gascogne, votre société estime que sa valeur comptable (78 €/action), si elle est supérieure à la valeur boursière au 31 décembre 2004 de 67,55 € reste inférieure et au plus haut coté de l'exercice et, à l'actif net comptable consolidé par action, voisin de 100 €.

Les actions propres acquises qui ont vocation à être en principe annulées, sauf celles qui auraient à être affectées à un contrat de liquidité si la société venait à en conclure un, ne constituent pas un risque pour la société.

### **RISQUE DE CHANGE**

L'exposition au risque de change est détaillée en annexe 16 aux comptes sociaux.

Il s'agit essentiellement d'un risque dollar. La société, pour tenir compte de la dépréciation de ses actifs dans cette devise, a constitué au 31 décembre 2004 une provision de 13,72 M€ pour tenir compte d'un euro à 1,36 US\$ (1,26 US\$ en 2003, 1,0487 en 2002).

La société ne procède pas à des opérations de couverture, son exposition résultant de ses titres de participation ou des créances qu'elle détient sur ses participations.

Elle provisionne ou reprend les provisions antérieurement constituées en fonction des évolutions de cours.

Cette exposition concerne les filiales du secteur hôtelier, ainsi que celles situées au Myanmar ; au 31 décembre 2004, cette exposition concernait 32,34 M€, correspondant à 44,05 MUS\$ (contre 34,05 M€ correspondant à 43 MUS\$ en 2003).

Par ailleurs, EEM a cautionné un engagement en dollar de 1,5 MUS\$ sur l'hôtel de Phan Thiet qu'elle n'a pas couvert, l'hôtel remboursant cet engagement sur les produits de son exploitation courante, eux aussi exprimés en US\$.

En données consolidées, le groupe est exposé au risque de change via l'endettement en dollars et à long terme de ses filiales hôtelières. Ces engagements, remboursés normalement par les flux d'exploitation dans la même devise, n'ont pas paru nécessiter une couverture.

Il l'est aussi, de façon marginale, par l'endettement résiduel d'Ywil en monnaie locale.

Sur l'exercice 2004, l'incidence de la variation du dollar a pénalisé le chiffre d'affaires consolidé de 1,2 M€ et atténué la perte consolidée de 200 K€.

## **RISQUE PAYS**

Le groupe est présent dans deux pays où des contraintes locales ont rendu difficile l'exploitation de ses filiales. Il en a tiré les conséquences en provisionnant intégralement ses participations, à la valeur près des stocks jugés transférables estimés prudemment.

## **RISQUES COUVERTS PAR DES ASSURANCES**

La société mère et ses filiales ont cherché les couvertures d'assurances les plus appropriées à leur activité et la meilleure protection des investissements réalisés. A titre d'exemple, il peut être indiqué que la valeur d'assurance des hôtels correspond à la valeur nette des investissements réalisés et des refinancements partiels de ceux-ci réalisés localement.

Les montants couverts sur les immeubles du groupe avoisinaient 40 M€, soit à peu près la valeur nette, hors Groupe Gascogne, des participations nettes de la Société (42 M€ au 31 décembre 2004).

## **AUTRES RISQUES LIES À L'EXPLOITATION**

Les différentes licences concédées par le gouvernement vietnamien pour le droit d'occupation du sol des hôtels n'ont pas donné lieu à difficulté particulière et ont été entendues à chaque demande faite par la groupe.

Au Myanmar, le groupe, conformément à la réglementation locale, a entrepris de transférer 20 % du capital d'Ywil à l'Etat, première étape vers un transfert de 49 %.

La marque "Victoria Hôtels & Resorts" qu'EEM a transférée à sa filiale EEM Victoria, est protégée et enregistrée dans les pays où le groupe opère ou envisage d'opérer.

## **OPERATIONS INTERVENUES DEPUIS LE 1<sup>er</sup> JANVIER 2005**

### **Programme de rachat d'Actions**

Utilisant l'autorisation de programme de rachat d'actions votée lors de l'AGM du 24 juin 2004, EEM a acquis 36.637 actions au prix moyen de 16,17 €.

Ce programme de rachat échéant le 23 décembre 2005, il est demandé à l'AGM du 16 juin 2005 d'autoriser un nouveau programme de rachat dont les objectifs sont analogues à ceux du programme précédent.

Cette autorisation, valable 18 mois, porterait sur 5 % du capital, les prix maximum d'achat et minimum de vente étant fixés respectivement à 25 euros et 20 euros, les achats et les ventes pouvant s'effectuer par tout moyen, à l'exception de l'utilisation de produits dérivés .

Une note d'information visée par l'AMF a été établie préalablement à l'AGM.