



Rapport d'évaluation
du groupe *Réalités*
dans une perspective de liquidation

19 décembre 2025

Transactions & Investments

Disputes & Crises

Corporate Strategy & Finance

Business Performance

Sommaire

1.	Introduction.....	3
1.1.	Contexte de notre intervention	3
1.2.	Diligences effectuées	5
2.	Contexte de la Restructuration.....	10
2.1.	Présentation des activités du Groupe.....	11
2.2.	Evolution du cours de bourse	15
2.3.	Performance financière historique et prévisionnelle	18
2.4.	Implications sur la démarche d'évaluation.....	30
3.	Méthodologie d'évaluation.....	33
3.1.	Approche de l'actif net réévalué (« ANR »)	33
3.2.	Estimation de la valeur des Sociétés du Périmètre fondée sur les références d'évaluation disponibles	34
3.3.	Estimation de la valeur fondée sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles	35
3.4.	Spécificités liées au scénario de liquidation	37
4.	Evaluation du Pôle MO France	42
4.1.	Valeur des actions des Sociétés Projets	42
4.2.	Estimation de la valeur des actions des sociétés holding <i>BIRD AM</i> , <i>RMO</i> et <i>FIR</i>	43
5.	Evaluation des Autres Filiales Opérationnelles	49
5.1.	<i>Foncière Réalités</i>	49
5.2.	<i>Réalités International</i>	51
5.3.	<i>Réalités Participations</i>	52
5.4.	<i>Réalités Impact</i>	59
6.	Estimation de la valeur des actions de <i>Réalités</i>	60
7.	Estimation de la valeur des actions des Sociétés du Périmètre	62
8.	Synthèse des travaux.....	63
8.1.	Contexte d'intervention.....	63
8.2.	Éléments structurants de nos travaux	64

8.3. Valeur des actions des Sociétés du Périmètre dans une perspective de liquidation	65
8.4. Conclusion de nos travaux	66
Annexes	68
Annexe 1. Organigramme du Groupe en février 2025	69
Annexe 2. Valeur des actions des Sociétés du Périmètre au 30/11/2025	70
Annexe 3. Valeur des actions des Autres Sociétés du Périmètre à la Date d'Ouverture	72
Annexe 4. Détermination du taux d'actualisation	75
Annexe 5. Pôle MO France	81
Annexe 6. Réalités Participations	83

1. Introduction

1.1. Contexte de notre intervention

Par Ordonnance de Madame la Juge-Commissaire du 2 avril 2025 et du Tribunal de Commerce de Nantes du 4 avril 2025, *Accuracy* a été nommé en tant qu'expert financier. Cette nomination intervient dans le cadre de la procédure de redressement judiciaire, ouverte le 5 février 2025 (la « **Date d'Ouverture** ») à l'égard de certaines sociétés du groupe *Réalités*, et pour lesquelles un plan de redressement par voie de continuation avec constitution de classes de parties affectées doit être présenté.

Ces sociétés (ci-après, les « **Sociétés du Périmètre** » ou les « **Sociétés** ») sont au nombre de quatre :

- *Réalités SA* (« **Réalités** », le « **Groupe** »),
- *Réalités Maîtrise Ouvrage SAS* (« **RMO** »),
- *BIRD AM*,
- *Financière Réalités SARL* (« **FIR** »).

D'autres entités du Groupe (les « **Autres Sociétés du Périmètre** ») ont également fait l'objet de l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire à des dates ultérieures : 27 filiales du Groupe sont placées en redressement judiciaire le 5 février 2025¹, 27 autres filiales le 14 mai 2025², une société projet le 24 septembre 2025³ et une société projet le 1^{er} octobre 2025⁴. A la différence des Sociétés du Périmètre, il n'est pas prévu de plan de redressement pour la plupart de ces sociétés.

A la date de rédaction du présent rapport, dans le contexte de la procédure de redressement judiciaire décrit ci-avant, un accord visant à restructurer la dette et le capital social du Groupe (l'« **Accord de Restructuration** ») reste à établir.

¹ 23 sociétés projets détenues directement ou indirectement par FIR (Groupe Réalités Immobilier Ouest, SCCV Petit Cher, SCCV Placis Vert, SCCV Vignancour, SNC Bondy FL 01, SCCV Brissac, SCCV Sand, SNC Viasilva, SNC Roi René, SNC Kerlena, SCCV La Barre, SCCV Alma Rive Ouest, SCCV Eglise Romane, SNC Equeurdreville, SCCV Pyrénées, SCCV Campus Claudel, SNC Toulouse, SCCV Hilard, SCCV Gare Ste Luce, SCCV Oiseau de Feu, SNC Aristide, SCCV Nationale, SCCV Royan Clémenceau), 2 sociétés projets détenues par FIR 2 (SCCV Simon et SCCV Basse St Eloi), une société projets détenue par FIR 12 (SCCV Interives) et une société projets détenue par BIRD AM (SAS Pottier)

² FIR 12, FIR 10, FIR CDC, M&Co125, une société projets détenue par RMO (SCCV Bobigny) ainsi que 22 sociétés projets détenues directement ou indirectement par FIR (REALITESAMENAGEMENT, SCCV Gravelotte, SNC Massenet, SCCV Baudin, SCCV Horlogerie, SCCV Jean Bart, SCCV Caillette, SCCV Anatole France, SNC Docteur Roux, SNC Hayet, SCCV Albert, SCCV Labro Lenine, SCCV Le Havre, SCCV Viète 2, SCCV Comtesse de Ségur, SNC Ivry, SCCV Harteloire, SCCV Mareuil, SNC Louise Michel, SCCV Doumer, SCCV Meusnier et SCCV Adrienne).

³ SNC Dunant (société projets détenue par FIR)

⁴ SNC Les Ateliers de Quelle (société projets détenue par FIR)

Accuracy a pour mission, selon les termes de cette Ordonnance, d'établir trois rapports ayant pour objet :

- une évaluation des Sociétés et des Autres Sociétés du Périmètre dans une perspective de liquidation, selon un scénario de réalisation des actifs pris isolément et un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur (le « **Rapport de Liquidation** »). L'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de l'Article L. 626-31 du Code de Commerce, l'estimation de la valeur liquidative permettant de déterminer la répartition des produits entre les différents créanciers, conformément à l'ordre de priorité applicable en cas de liquidation.
- une évaluation des Sociétés et des Autres Sociétés du Périmètre dans une perspective de continuité d'exploitation (le « **Rapport de Continuité** »). L'estimation de la valeur dans une perspective de continuité est requise au titre de l'Article L. 626-32 du Code de Commerce afin de s'assurer du respect des critères légaux (notamment concernant l'identification des classes de créanciers ou de détenteurs de capital « dans la monnaie ») dans le cadre d'une application forcée interclasse.
- une analyse de la répartition entre les classes de parties affectées de la valeur des actifs issue de l'évaluation dans une perspective de liquidation (le « **Rapport des Parties Affectées** »). Cette analyse est requise au titre de l'Article L 626-31 du Code de Commerce afin de s'assurer du respect du « test du meilleur intérêt », qui stipule qu'aucune partie affectée ne doit être moins bien traitée du fait du plan que dans une perspective de liquidation, lorsque certaines parties affectées rejettent le plan. Par ailleurs, cette analyse permet de s'assurer du respect des critères légaux concernant l'impossibilité pour un créancier de recevoir, selon les termes du plan, un montant supérieur à sa créance, dans le cadre d'une application forcée interclasse.

Le présent rapport concerne l'évaluation des Sociétés et des Autres Sociétés du Périmètre dans une perspective de liquidation. Ce rapport est structuré en huit parties distinctes. La première partie fournit une présentation de contexte de notre intervention ainsi qu'une description des diligences effectuées dans le cadre de la mission. La deuxième partie présente les caractéristiques opérationnelles et la performance du Groupe, les difficultés financières récentes auxquelles celui-ci fait face ainsi que le plan de redressement mis en œuvre. Nous en tirons un certain nombre de conséquences sur la méthodologie d'évaluation à mettre en œuvre dans le cadre des présents travaux. La troisième partie décrit l'approche d'évaluation envisagée et les spécificités liées à la perspective de liquidation. Les quatrième et cinquième parties détaillent les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions des Sociétés du Périmètre, dans le strict respect de l'approche multicritères. La sixième et septième parties présentent les résultats

d'évaluation. La huitième et dernière partie présente nos conclusions sur la valeur des actions de ces sociétés dans une perspective de liquidation.

1.2. Diligences effectuées

1.2.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse de la performance financière historique et prévisionnelle du Groupe à partir des rapports financiers consolidés et sociaux de la période récente et des prévisions élaborées par les dirigeants du Groupe sur la période 2025-2035,
- entretiens avec les dirigeants du Groupe, portant notamment sur la présentation du Groupe, ses performances financières historiques, ses perspectives, son positionnement concurrentiel actuel et futur, etc.,
- estimation de la valeur du portefeuille d'activités du Groupe dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode de l'actif net réévalué (« **ANR** »),
- examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et des paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation, lorsque la méthode DCF a été mise en œuvre pour évaluer certaines entités du Groupe,
- dans le cadre de la mise en œuvre de l'approche d'évaluation définie pour les Sociétés et Autres Sociétés du Périmètre, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée des actifs opérationnels ou fonciers (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des actions,
- estimation des coûts de liquidation tenant compte des coûts de licenciement du personnel employé au sein des entités liquidées et des frais généraux,
- analyse des cessions récentes réalisées par le Groupe et des manifestations d'intérêt reçues,
- obtention d'une lettre d'affirmation de la part du Management,
- examen de la notification de l'administrateur judiciaire des parties affectées et des créances associées,
- rédaction du présent rapport.

1.2.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 7 février 2025, date de la lettre de mission nous confiant les travaux d'évaluation décrits ci-après, au 19 décembre 2025, date de signature du présent rapport.

1.2.3. Informations utilisées

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations confidentielles qui nous ont été communiquées par le Management du Groupe, à savoir :

- l’organigramme juridique du Groupe à fin décembre 2024,
- les rapports financiers consolidés de 2019 à 2023,
- les balances générales 2021-2023 ainsi que les balances générales provisoires au 31 décembre 2024 pour l’ensemble des sociétés du Groupe,
- les balances générales au 5 février 2025 des Sociétés du Périmètre et des Autres Sociétés du Périmètre,
- les comptes sociaux au 31 décembre 2024 de la *SCI Stade Saint Ouen* et de la *SCI Bauer District*,
- le rapport IBR (*Independent Business Review*) réalisé par *Accuracy* en novembre 2024,
- les flux de trésorerie prévisionnels élaborés par le Management début 2025, couvrant la période 2025-2035 et présentés au Tribunal de Commerce dans le cadre de l’ouverture de la procédure de redressement judiciaire (le « **Plan de Continuation** »), et mis à jour début décembre 2025,
- le rapport de revue du Plan de Continuation préparé par *Accuracy* en avril 2025, et mis à jour début décembre 2025,
- les expertises immobilières portant sur certains actifs détenus par le Groupe et notamment (i) celles des *SCI Bauer* et *Stade Bauer*, réalisées en janvier 2025, respectivement par *JLL* et *BNP Real Estate*, ou encore (ii) celle de la *SNC DOGE IMMO*, réalisée en octobre 2024 par *CBRE*,
- les lettres d’intention visant notamment le capital des sociétés *SHR*, *Minido* ainsi que l’actif immobilier porté par la *SNC Port Boyer*,
- acte de cession des sociétés *SHR*, *Minido* et *Les Ducs d’Angers*,
- le contrat d’acquisition de *LWS* daté du 8 janvier 2025,
- les termes et conditions des instruments de dette financière, y compris les comptes courants d’associés (notamment le niveau de subordination de chaque instrument de dette financière),
- le détail de la dette financière et équivalents de trésorerie au 31 décembre 2024,
- le détail des dettes et créances intragroupes au 31 décembre 2024 et au 5 février 2025,
- le rapport réalisé par le cabinet *PRAD Avocats*, intitulé « Rapport d’audit juridique des dettes bancaires et obligataires du Groupe *Réalités* » en date du 28 octobre 2024,
- la liste des créances affectées par classes de parties pour chacune des Sociétés du Périmètre,

-
- le document de synthèse préparé par le cabinet *Weil* et daté du 18 novembre 2025, détaillant les principaux termes de l'Accord de Restructuration ainsi que la constitution des classes de parties affectées.

Nous avons également utilisé l'information publique disponible et notamment :

- les rapports annuels des sociétés comparables,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières, *Capital IQ* et *Mergermarket*.

1.2.4. Liste des principaux interlocuteurs

Dans le cadre de nos travaux, nous avons principalement échangé avec les personnes suivantes :

- Yoann Choin-Joubert, Président et Directeur Général, *Réalités*,
 - Christopher Hales, Contrôleur de Gestion, *Réalités*,
 - Frank Samuel, Directeur Transformation, *Réalités*,
 - Chantal Bergeon, Directrice des financements, *Réalités*,
 - Elsa Pilnière, Directrice Comptable et Consolidation Groupe, *Réalités*,
 - Marie Ollivaud, Directrice Juridique Groupe Corporate et Risques, *Réalités*,
 - Sylvie Gravure, Responsable des Financements Corporate, *Réalités*,
- (ensemble, le « **Management** »)
- Regis Steiner, Avocat Associé, *PRAD Avocats*,
 - Clémence Vanacker, Avocate à la Cour, *Weil, Gotshal & Manges*,
 - François Roumec, Avocat à la Cour, *Weil, Gotshal & Manges*,
 - Marie Robineau, Avocate à la Cour, *Kacertis*,
 - Nicolas Tomine, Directeur général, *Territoire-invest*,
 - Bertrand Manière, Administrateur Judiciaire, Associé gérant *Thevenot Partners*,
 - Christophe Dolley, Administrateur Judiciaire, *AJ UP*
 - Cédric Lamaire, Administrateur Judiciaire, *AJ UP*

Nous nous sommes également entretenus avec les conseils de certains des créanciers du Groupe et Messieurs François-René Burnod et Vincent Doumergue du CIRI⁵.

⁵ Comité interministériel de restructuration industrielle.

1.2.5. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que les dirigeants du Groupe nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels du Groupe, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

Par ailleurs, lecture faite du présent rapport, le Management a confirmé que les informations utilisées dans le présent rapport reflètent à leur connaissance la situation du Groupe à la date de l'évaluation, ainsi que les perspectives de développement anticipées dans le contexte d'une liquidation des actifs, et qu'il ne disposait dans ce contexte d'aucun élément d'information susceptible d'infléchir dans un sens ou dans un autre les estimations données par *Accuracy*. En particulier, les prévisions du Plan de Continuation reflètent les perspectives de développement dans une situation de continuité d'exploitation et en dehors de toutes modifications qui seraient apportées à la stratégie du Groupe en vertu de la réalisation de la restructuration.

Les coûts de liquidation présentés dans ce rapport correspondent aux coûts associés aux deux PSE, prévus dans le Plan de Continuation, majorés d'une contribution complémentaire tenant compte du contexte de liquidation, et aux coûts de rupture anticipée de certains contrats portés par *Réalités*, selon les estimations qui nous ont été communiquées par le Management.

En absence d'information comptable récente communiquée par le Management, nos travaux reposent sur les derniers éléments comptables arrêtés au 31 décembre 2024 et au 5 février 2025. Dans un souci de cohérence financière, les résultats exposés dans ce rapport représentent une estimation de la valeur des Sociétés à la date du jugement d'ouverture, soit au 5 février 2025, intégrant néanmoins les informations opérationnelles les plus récentes à la date du présent rapport. Pour information, nous présentons également en annexe une estimation de la valeur des Sociétés au 30 novembre 2025.

1.2.6. Limites concernant les informations obtenues

Certaines informations ne nous ont pas été communiquées, notamment :

- un compte de résultat prévisionnel consolidé aux bornes de *Réalités*, sur la période couverte par le Plan de Continuation,
- les comptes consolidés historiques 2020-2024 des sociétés *Vindemia*, *UpToPlay* et *Heurus*,
- les offres indicatives reçues sur le capital d'*UpToPlay*,

-
- le SPA signé dans le cadre de l'acquisition par un tiers des actions *SHR*,
 - le détail des contrats de VEFA⁶ et de BEFA⁷ concernant la *SCI Stade Saint Ouen* et de la *SCI Bauer District*,
 - la balance générale à la date la plus récente des sociétés *FIR 15*, *ANFA 19* et *ANFA Réalisation*,
 - une expertise immobilière ou une LOI sur la *SAS Jules Guesde*.

Nos travaux reposent principalement sur les balances générales disponibles au 31 décembre 2024 et au 5 février 2025. Les balances générales transmises par le Management ont nécessité certains ajustements notamment au niveau des dettes financières et des comptes courants intra-groupe⁸.

Notre estimation de la valeur des actions de la société *Heurus* s'appuie sur le plan d'affaires et les éléments bilanciels présentés dans l'IBR réalisé par le cabinet *Oderis* en novembre 2025. Nous comprenons que, dans le cadre du projet de plan de sauvegarde visant *Heurus*, des travaux complémentaires portant sur l'estimation de la valeur liquidative du périmètre *Heurus* seront menés et s'appuieront sur de nouvelles projections opérationnelles. À ce jour, nous ne disposons d'aucune information sur ces travaux ou sur un éventuel nouveau plan d'affaires. L'intégration de projections différentes pourrait conduire à une estimation de la valeur des actions sensiblement différente de celle présentée dans ce rapport.

⁶ Vente en état futur d'achèvement.

⁷ Bail en état futur d'achèvement.

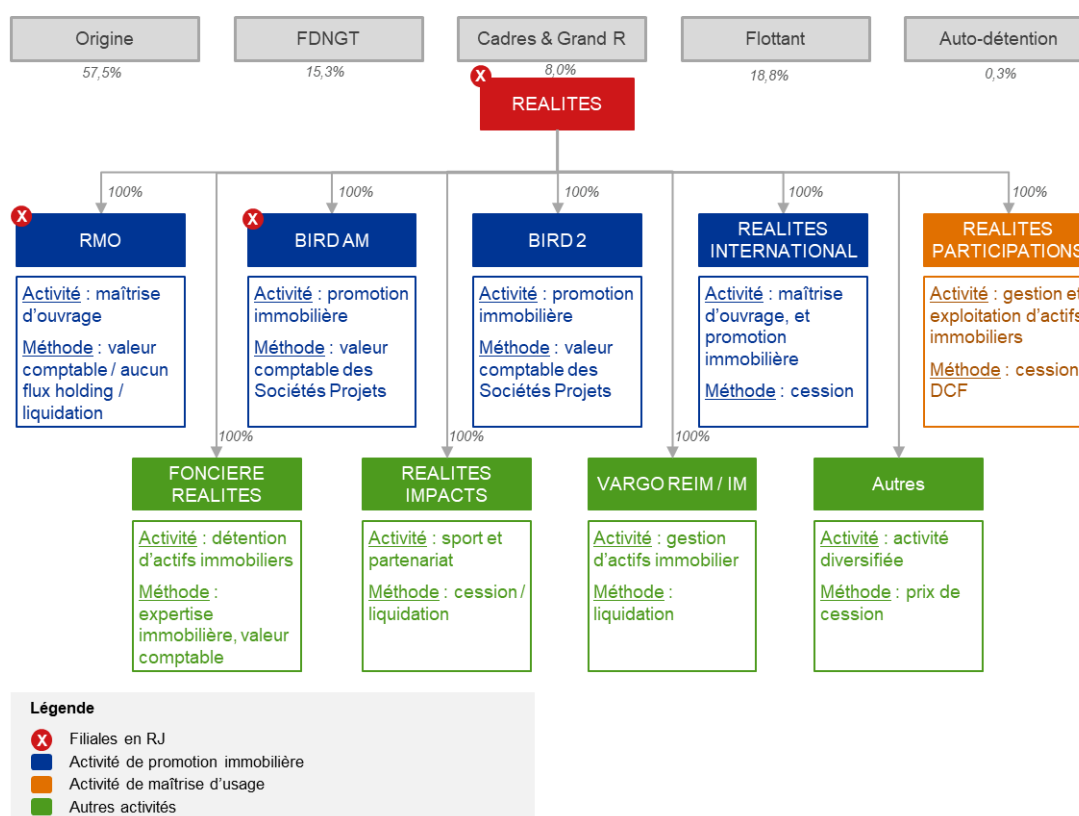
⁸ Afin notamment de tenir compte du montant des dettes financières et des comptes courants intragroupe au 5 février 2025.

2. Contexte de la Restructuration

Fondé en 2003 par Yoann Choin-Joubert et Christophe de Brébisson, *Réalités* est un groupe œuvrant sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'immobilier.

Coté sur le compartiment *Euronext Growth* depuis 2014, le Groupe est contrôlé par ses dirigeants fondateurs, qui détiennent 58% du capital au travers de la société holding *Origine*. Le reste du capital est détenu par la société d'investissement familiale *Financière du Nogentais* (FDNGT) à hauteur de 15%⁹, la société *Grand R* (détenue par les cadres du Groupe) à hauteur de 8%. A fin 2024, le flottant représentait environ 19% du capital.

Figure 1 | Organigramme juridique simplifié à février 2025



Réalités, historiquement créé autour de l'activité de maîtrise d'ouvrage (i.e. la promotion immobilière essentiellement résidentielle), a, entre 2013 et 2023, largement diversifié son activité sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'immobilier,

⁹ Entrée au capital en 2022.

en développant notamment des activités dites de « maîtrise d'usage » (gestion de résidences gérées par exemple). Ainsi, à date :

- L'activité historique de Maîtrise d'Ouvrage en France est portée par les entités *RMO*, *BIRD 2* et *BIRD AM* ainsi que leurs filiales.
- Les entités *Réalités Participations*, *Foncière Réalités*, *Réalités Impact*, *Vargo IM* ainsi que *Réalités International* (les « **Autres Filiales Opérationnelles** ») portent les autres activités développées plus récemment par le Groupe.

2.1. Présentation des activités du Groupe

A fin 2024, le Groupe se structure autour de trois activités principales : la promotion immobilière (ou Maîtrise d'Ouvrage), la maîtrise d'usage et la détention d'actifs immobiliers.

2.1.1. Promotion immobilière

L'activité de promotion immobilière consiste dans le développement de projets urbains. Le promoteur supporte le risque du projet, supervise l'ensemble des démarches (financements, juridiques et administratives, techniques, marketing, commercialisation) et du processus de construction, puis cède progressivement (généralement via des contrats de Vente en Etat Futur d'Achèvement), les différents lots constitutifs des projets immobiliers.

A la Date d'Ouverture, le portefeuille du groupe *Réalités* compte plus de 300 projets parmi lesquels :

- 40% ont vocation à être conservés et menés à terme dont une partie (soixantaine de projets) devrait être lancée en co-promotion,
- 60% sont soit terminés, soit abandonnés, soit font l'objet d'un redressement judiciaire.

Au sein du groupe *Réalités*, l'activité de promotion immobilière en France est portée par les sociétés *RMO*, *BIRD AM* et *BIRD 2* et leurs filiales (ci-après le « **Pôle MO France** ») et représentait 91,5% du chiffre d'affaires et 37,2% de l'EBITDA du Groupe en 2023¹⁰ :

- L'entité *RMO* est une société holding opérationnelle qui porte les frais de personnel et une partie des frais généraux au sein de trois départements principaux (Résidentiel et Tertiaire, Direction technique et Direction commerciale). Des honoraires de gestion et de commercialisation (en fonction du chiffre d'affaires à terminaison) sont facturés aux Sociétés Projets au titre des

¹⁰ Source : Rapport annuel 2023.

prestations administratives réalisées par RMO sur la durée de vie de chaque projet.

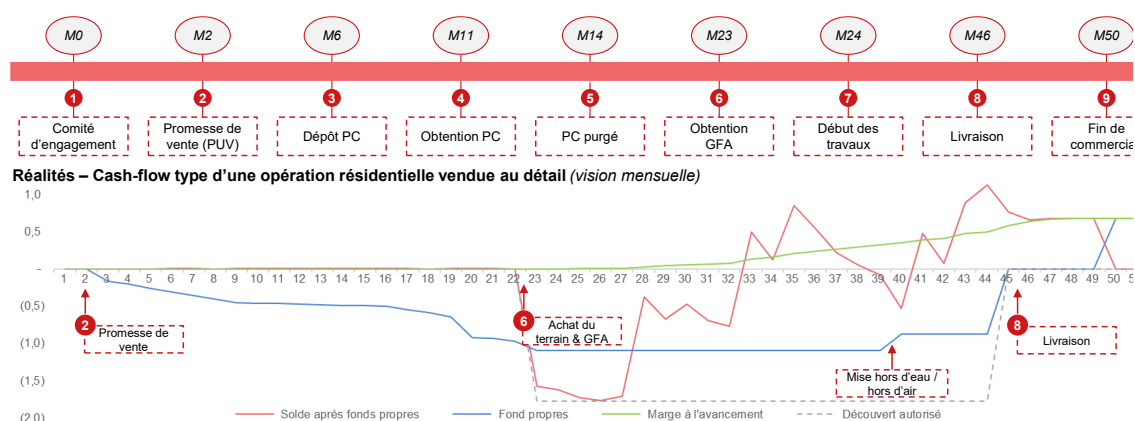
- Les entités *BIRD AM* et *BIRD 2* agissent en tant que holdings financières et détiennent directement ou indirectement les projets immobiliers du Pôle MO France, chaque projet étant logé au sein d'une SCCV¹¹ ou d'une SNC¹² (ci-après les « **Sociétés Projets** »).

Présentation d'une opération au détail type

Le carnet de commandes était historiquement constitué de projets résidentiels (blocs, diffus¹³ logements ou diffus investisseurs à 50%), tertiaires (30%) et de résidences gérées (20%).

La figure ci-dessous présente, pour une opération résidentielle vendue au détail, le calendrier type ainsi que le profil du *cash-flow* de l'opération.

Figure 2 | Calendrier et profil type d'une opération de promotion



Un projet démarre avec une étude de faisabilité qui établit le bilan initial à terminaison de l'opération. Après validation par le comité d'engagement, le dossier est intégré à la production du Groupe.

Dès lors, des fonds propres sont apportés (principalement via des comptes-courants d'actionnaires) graduellement pour couvrir les premières dépenses, notamment les honoraires internes et externes facturés dès la signature de la promesse de vente.

¹¹ Société Civile de Construction Vente.

¹² Société en Nom Collectif.

¹³ Vente lot par lot (généralement à des particuliers : propriétaires occupants ou investisseurs) par opposition à la vente en bloc.

L'obtention de la garantie financière d'achèvement¹⁴ (« **GFA** ») intervient lorsque le taux de pré-commercialisation atteint entre 40% à 50% et déclenche les étapes suivantes.

- Le terrain est acquis et un financement bancaire spécifique au projet généralement mis en place¹⁵.
- Les réservations existantes signées lors de la période de pré-commercialisation sont converties en actes et l'avancement commercial commence à croître.
- La reconnaissance du chiffre d'affaires et de la marge à l'avancement démarre¹⁶.

L'acquisition du terrain est alors en partie financée par une ligne de crédit promotion obtenue auprès d'un établissement bancaire, afin notamment de limiter les apports en fonds propres à environ 10 % du prix de revient TTC. Le projet est ensuite financé par les appels de fonds auprès des clients particuliers (environ 50%, régulés par la réglementation sur la VEFA) et par le tirage sur cette ligne de crédit promotion si besoin (entre 30% et 40%).

Une partie des fonds apportés par le Groupe (environ 20%) est généralement remboursée à la mise hors d'eau¹⁷ et hors d'air¹⁸.

L'opération dure en moyenne 46 mois au total, du comité d'engagement jusqu'à la livraison du projet. Après la livraison, la ligne de financement est remboursée et le solde des fonds propres apportés ainsi que la marge générée par le projet sont captés par le Groupe

Promotion internationale

Le Groupe a exporté son expertise de maîtrise d'ouvrage à l'international, notamment au Maroc, au Sénégal et au Portugal. Cette activité est portée par la société *Réalités International*.

Compte tenu des apports de fonds propres nécessaires à la poursuite des projets et de la stratégie de recentrage du Groupe sur son activité de promotion en France, les entités marocaines et sénégalaises sont en cours de cession (totale ou partielle).

C'est notamment le cas de *Société Hôtelière Réalités* (« *SHR* ») qui porte le projet de développement d'un hôtel (*Lincoln*) à Casablanca.

¹⁴ La GFA est obligatoire afin de garantir à l'acquéreur l'achèvement du projet, même en cas de faillite du promoteur.

¹⁵ Dans les faits et de manière exceptionnelle, certains terrains sont acquis préalablement à l'obtention de la GFA.

¹⁶ En vision sociale la reconnaissance se fait à l'achèvement.

¹⁷ Défini par la pose définitive de la toiture.

¹⁸ Défini par la pose des menuiseries (portes, fenêtres, etc).

S'agissant du Portugal, un seul projet a été lancé en janvier 2023 et l'entité qui le porte devrait être dissoute une fois le projet achevé au second semestre 2026.

2.1.2. Maîtrise d'usage

L'activité de maîtrise d'usage, portée par la société holding *Réalités Participations* (ci-après « **RP** »), a été développée par le Groupe depuis 2013. Elle consiste en la gestion et l'exploitation d'actifs immobiliers de différents types : résidences de services multigénérationnelles, sports et loisirs, prévention, santé). Ces actifs immobiliers ont généralement été développés puis vendus préalablement par la Maîtrise d'Ouvrage (diversification aval).

Pour certains projets de résidences gérées, *RP* facture des prestations d'assistance aux sociétés de projet en charge de la promotion immobilière de la résidence couvrant notamment des services d'aide à la conception. De leur côté, les sociétés de projet rétrocèdent (juste avant la livraison de la résidence), à *RP*, des indemnités de prise à bail, représentant 6 à 12 mois de loyers permettant de couvrir la phase de lancement de la résidence.

A fin 2023, le Groupe gère environ 70 sites¹⁹, au travers de six marques (*Vista Santé*, *Heurus*, *Cap'Etudes*, *UpToPlay*, *Midi et Demi* et *Minido*). Le chiffre d'affaires généré à fin 2023 s'établissait à 35,0 m€ (avant application de la norme IFRS 5²⁰) et l'EBITDA à 7,9 m€, représentant 23,9% de l'EBITDA total du Groupe²¹.

RP détient également l'entité *Mayers* (acquise en 2021), qui développe l'activité d'industrialisation de modules en bois²² du Groupe. Cette entité a été placée en liquidation judiciaire le 12 novembre 2025.

2.1.3. Autres activités

Fin 2024, le Groupe détenait douze actifs immobiliers, dont dix par l'intermédiaire de la société *Foncière Réalités*.

Ce portefeuille est principalement composé des actifs suivants (existants ou en construction) :

- L'ancien siège social du Groupe détenu à travers un contrat de crédit-bail, situé à Saint Herblain, est l'actif le plus significatif. Pour information, le groupe a désormais quitté cet actif, compte tenu notamment de la réduction des effectifs mis en œuvre par le Management.

¹⁹ Source : IBR 2024.

²⁰ Comptabilisation des actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées.

²¹ Source : Rapport annuel 2023.

²² Ces modules correspondent à des éléments préfabriqués en usine destinés à être assemblés sur site.

-
- Quatre actifs sont en cours de construction ou de rénovation : le projet Port-Boyer (pôle santé à Nantes), le projet IKOM (locaux cédés à CentraleSupélec et dont la livraison est prévue en 2026), le stade de football Bauer à Saint Ouen²³ (dont la livraison est prévue en 2027) et les espaces de la Bauer Box²⁴ (bureaux et commerces entourant le stade).

Un seul actif (en cours de construction), l'hôtel *Lincoln*²⁵ à Casablanca, est situé en dehors de France et a été cédé en 2025. L'ensemble de ce portefeuille d'actifs devrait être cédé d'ici fin 2027, selon les prévisions du Management.

Le Pôle Impact, à travers *Réalités Impact* comprenait principalement les activités de *sponsoring* d'équipes sportives, un fonds de dotation et d'autres actions à impact diverses. Ces activités ont été arrêtées, cédées ou placées en liquidation judiciaire au cours de l'année 2024.

S'agissant de *Vargo REIM*, la société, acquise en 2023 et spécialisée dans l'investissement immobilier et la réhabilitation, a été placée en liquidation judiciaire à la fin de l'année 2024.

2.1.4. Holding *Réalités*

La société holding *Réalités*, qui employait 144 ETP à fin 2023, fournit des services de gestion centrale (administratif, financier, ressources humaines, systèmes d'information, communication) aux autres entités du Groupe. A ce titre, elle facture aux différentes entités et Sociétés Projets des frais de gestion (ou d'assistance à maîtrise d'ouvrage), des honoraires de commercialisation, ainsi que des *management fees*.

2.2. Evolution du cours de bourse

2.2.1. Structure de l'actionnariat et liquidité du titre

Depuis son introduction en bourse en 2014, le flottant a toujours représenté une part relativement faible du capital de la société. Le 5 février 2025, il représentait 18,9 % du capital.

Sur les douze derniers mois avant l'annonce de l'ouverture de la procédure de redressement judiciaire, le nombre total d'actions échangées s'établit à environ 838 120 actions, représentant une valeur cumulée de 4,2 m€. S'agissant des volumes

²³ Dont 45% sont détenus par la Caisse des Dépôts et Consignations.

²⁴ Dont 48% sont détenus par la Caisse des Dépôts et Consignations.

²⁵ Détenu indirectement par *Réalités International*.

d'échange quotidiens moyens, ils s'élèvent à 3 274 actions par jour, et représentent en cumulé sur l'année 17,7% du capital de la Société.

Sur la période récente, les échanges de titres ont été essentiellement animés par les annonces successives du Groupe concernant son plan de restructuration. Depuis l'entrée en redressement judiciaire, les volumes échangés restent relativement limités.

Figure 3 | Liquidité du titre *Réalités S.A.*

	Cours de bourse moyen (€)	Volume quot. moyen		Volume cumulé		
		# de titres	en % du capital	# de titres	en % du capital	en % du flottant
1-déc.-25	0,56	230	0,0 %	230	0,0 %	0,0 %
Derniers 7 jours	0,60	738	0,0 %	4 430	0,1 %	0,5 %
Dernier mois	0,60	1 101	0,0 %	23 130	0,5 %	2,6 %
3 derniers mois	0,77	742	0,0 %	48 230	1,0 %	5,4 %
6 derniers mois	1,03	1 173	0,0 %	153 600	3,2 %	17,2 %
Date d'Ouverture au 01/12/2025	1,14	1 506	0,0 %	317 780	6,7 %	35,5 %
12 derniers mois avant la Date d'Ouverture	5,09	3 274	0,1 %	838 120	17,7 %	93,7 %

Source : Capital IQ

Note : le cours de bourse moyen est calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

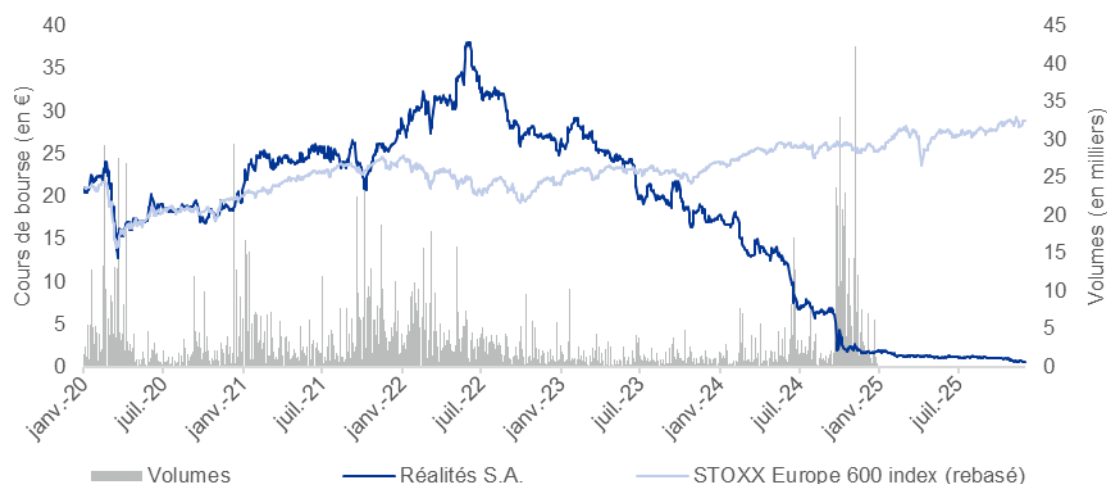
Aucun analyste financier ne suit le Groupe depuis janvier 2024.

Au regard de ces éléments, nous considérons que la très faible liquidité observée sur le titre, la faible part du flottant et la faible capitalisation boursière rendent particulièrement délicate l'utilisation du cours de bourse comme une référence de valeur pertinente.

2.2.2. Evolution du cours de bourse depuis 2020

La figure ci-dessus présente l'évolution du cours de bourse de *Réalités S.A.* Le cours a enregistré une hausse de plus de 80% entre début 2020 et l'été 2022 (période au cours de laquelle il s'élève à plus de 30 €) avant de baisser de manière significative pour s'établir autour de 0,50 € début décembre 2025.

Figure 4 | Evolution du cours de bourse de *Réalités S.A.*



Source : Capital IQ

Dans le contexte de la crise sanitaire du Covid-19, le cours de l'action est resté relativement stable, porté notamment par une demande continue dans le secteur immobilier, soutenue par des taux d'intérêt bas.

Afin d'accompagner sa croissance, le Groupe a réalisé en 2022 une augmentation de capital réservée d'un montant total de 35 m€²⁶, à un prix unitaire de 45 € par action.

En 2023, le retournement du marché immobilier, marqué par la hausse des taux d'intérêt, la hausse des coûts de construction et les difficultés d'accès au crédit, a largement pesé sur l'activité du Groupe. Un plan de redressement a été engagé et la valeur du titre a fortement baissé sur cette période. Fin 2023, le cours s'établissait à 18,0 €, alors qu'il avait atteint un point haut à 38,0 € en juillet 2022.

La baisse du cours s'est poursuivie en 2024, avec notamment l'annonce, le 14 juin, de la mise en place des premières mesures de réorganisation et l'ouverture de la procédure de conciliation, annoncée le 25 septembre. Le cours de bourse a oscillé autour de 2,0 € jusqu'à la fin de l'année 2024.

Depuis l'annonce du placement en redressement judiciaire de plusieurs entités du Groupe dont *Réalités SA*, le 5 février 2025, le cours de l'action s'est stabilisé autour de 1,2 € jusqu'au mois de septembre 2025. Il a ensuite poursuivi sa tendance baissière et s'est établi à 0,56 € au début du mois de décembre 2025.

²⁶ Souscrite à hauteur de 30 m€ par la Financière du Nogentais (FDNGT) et à hauteur de 5 m€ par les dirigeants fondateurs et managers du Groupe.

2.3. Performance financière historique et prévisionnelle

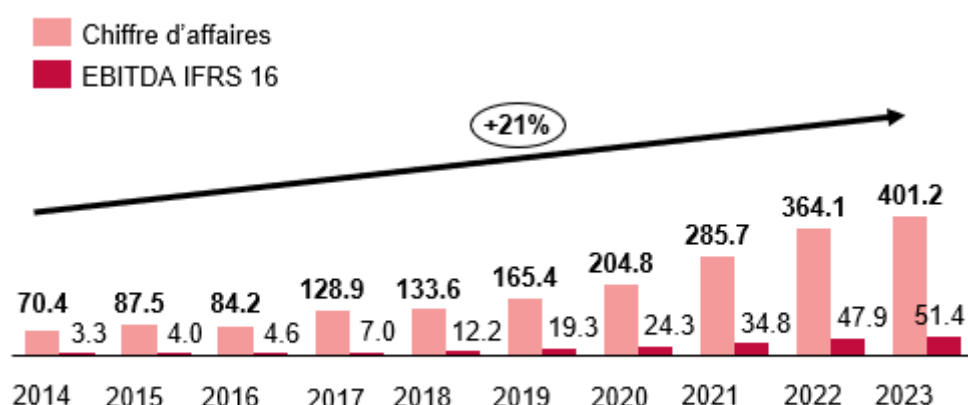
2.3.1. Depuis fin 2022, le Groupe fait face à des difficultés importantes...

2014-2022 : Réalités, un groupe en croissance accélérée

Entre 2014 et 2022, le Groupe a connu une phase de croissance forte de son activité, portée par le dynamisme du marché immobilier, une stratégie de développement et de lancement de nouveaux programmes agressive (permise par l'abondance des liquidités et des taux d'intérêts bas) et la montée en puissance des activités de Maîtrise d'Usage. Sur la période, le chiffre d'affaires a ainsi presque triplé (de 129 m€ à 364 m€) et le résultat opérationnel a été multiplié par quatre (de 7 m€ à 29 m€).

Fort de ces performances, le Groupe a lancé en janvier 2021 son plan stratégique « Ambition 2025 », avec pour objectif d'atteindre 800 m€ de chiffre d'affaires à cet horizon.

Figure 5 | Evolution du chiffre d'affaires et de l'EBITDA consolidé (en m€)



Depuis 2023, un marché immobilier en crise

Ce plan de développement s'est néanmoins heurté dès le milieu de l'année 2022 au retournement de la promotion immobilière. Le marché du logement collectif neuf a ainsi baissé de plus de 50% entre 2021 et 2024²⁷ et le marché tertiaire de plus de 60% en 2023 et de 40% au premier semestre 2024²⁸. Dans ce contexte, les prix de

²⁷ Source : FPI.

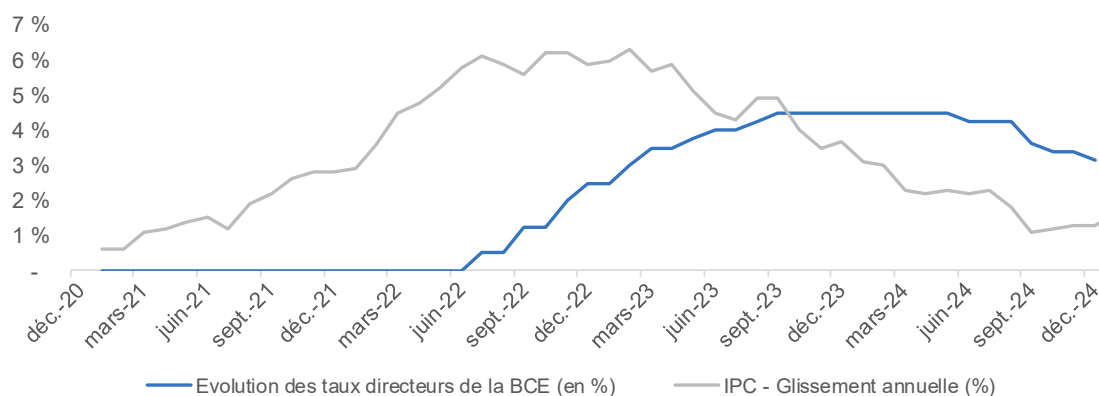
²⁸ Source : BNP Paribas Real Estate.

l'immobilier ont connu un recul de 4% en moyenne en France sur l'année 2023, tendance qui s'est poursuivie en 2024 avec une baisse de 0,8%²⁹.

En effet, le marché immobilier a dû faire face à l'évolution défavorable des conditions macro-économiques, la reprise de l'inflation et la hausse des taux d'intérêts, avec pour conséquence immédiate la réduction du pouvoir d'achat des acquéreurs.

La hausse des taux de refinancement de la BCE initiée en juillet 2022, afin d'enrayer l'inflation, s'est poursuivie jusqu'à fin 2023. A cette date, le taux directeur de la BCE s'établit à 4,5%, alors qu'il était nul un an et demi plus tôt.

Figure 6 | Évolution des taux directeurs de la BCE et de l'inflation (en %)

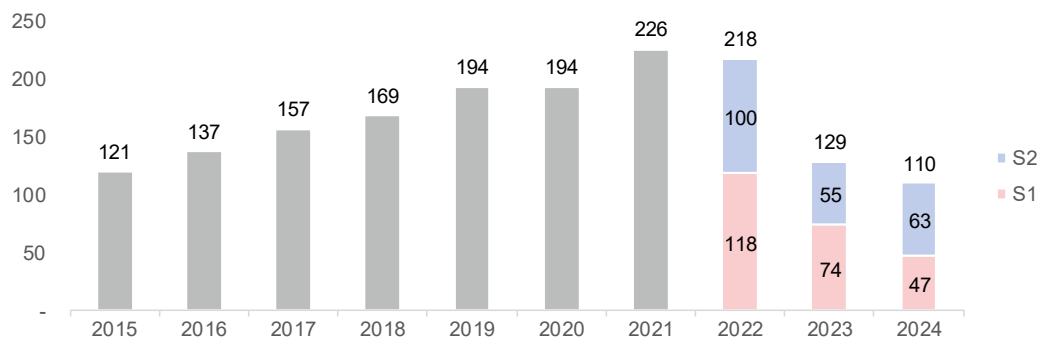


Source : Banque Centrale Européenne février 2024

Comme mentionné précédemment, la dégradation des conditions de financement a eu un impact direct sur le pouvoir d'achat immobilier des particuliers et leur capacité d'endettement, qui s'est matérialisé par une forte contraction de la production de crédits. Celle-ci est passée de 218 mds€ à 110 mds€ entre 2022 et 2024, soit une baisse de près de 50%, comme présenté dans le tableau ci-dessous.

²⁹ Source : Notaires de France.

Figure 7 | Évolution de la production de crédits à l'habitat octroyés aux particuliers (en mds€)



Source : Banque de France février 2024

La baisse de la demande s'est conjuguée à une tension forte sur l'offre. Les difficultés d'obtention des permis de construire et de préfinancement des programmes ainsi que la hausse des coûts de construction ont impacté la rentabilité des projets et fortement réduit l'offre.

Cette situation a contribué à l'allongement des délais de commercialisation, et donc de la durée moyenne des projets de promotion. Cet allongement de la durée moyenne a pesé négativement sur la trésorerie disponible du Groupe, les fonds propres investis dans les Sociétés Projets étant généralement bloqués jusqu'à la livraison du projet (l'allongement de la durée des projets diminuant ainsi les ressources en fonds propres disponibles pour lancer de nouveaux projets).

La légère révision des taux directeurs observée depuis juillet 2024 n'a pas enrayé la baisse du nombre de réservations de logements. La conjoncture est restée défavorable et les principaux acteurs du marché, dont le Groupe, ont été fragilisés.

Les incertitudes politiques et économiques persistant à ce jour, la reprise des volumes de vente ne devrait pas se matérialiser avant 2026. Elle devrait s'accompagner d'un ajustement de l'offre de logement, afin de répondre à la diminution du pouvoir d'achat des acquéreurs (notamment primo-accédants).

Les effets de la crise sont accentués par plusieurs difficultés intrinsèques

Les effets de la crise immobilière ont été d'autant plus significatifs qu'elle est intervenue à un moment où le Groupe affichait une ambition de croissance très forte.

Entre 2022 et 2024, l'EBITDA du Pôle MO France a diminué de -32,1 m€ pour atteindre -53,1 m€³⁰. Cette détérioration résulte de la baisse combinée du volume d'activités, avec notamment l'abandon de plusieurs projets, et la détérioration du taux de marge. Ce dernier a été pénalisé par la révision des marges à terminaison et le nettoyage du portefeuille de projets (qui a conduit, en 2024, à déprécier la marge à terminaison de certains projets à hauteur d'environ 17 m€). L'évolution défavorable du mix projets, avec une croissance relative de la part des projets « diffus » vendus à des particuliers (par opposition aux projets vendus en blocs) sur lesquels il est plus complexe de maintenir des taux de marges élevées, a également pesé sur le taux de marge généré.

Plusieurs annulations de la part de clients investisseurs et/ou futurs utilisateurs sur des projets de promotion tertiaire et des dérapages des coûts inattendus sur certains chantiers ont également pesé sur la trésorerie du Groupe, pour un montant estimé à 25 m€ par le Management.

Par ailleurs, la stratégie de diversification menée par le Groupe a également contribué à fragiliser sa structure financière. En effet, le développement de ces nouvelles activités a nécessité des investissements en fonds propres significatifs : 39,5 m€ ont été ainsi investis dans la maîtrise d'usage (dont 20 m€ dans *Mayers*), 65 m€ dans *Foncières Réalités* et 15 m€ pour le développement du Pôle Impact.

2.3.2. ... qui ont conduit le Groupe à engager des discussions avec ses créanciers et à redéfinir sa stratégie.

Afin de répondre aux enjeux posés par la crise immobilière, le Groupe a initié, début 2024, la mise en place d'un plan de redressement qui s'appuie sur quatre piliers principaux : la restructuration de sa dette, le recentrage stratégique sur le métier historique de promotion immobilière, le nettoyage du portefeuille de projets et la réduction des charges de structure.

Restructuration de la dette financière

Le redressement du Groupe suppose dans un premier temps la restructuration de la dette financière existante. Une procédure de conciliation a donc été ouverte afin d'initier des discussions avec les créanciers entre juillet et décembre 2024.

La procédure de conciliation s'est poursuivie par l'ouverture d'un mandat *ad hoc* le 19 décembre 2024, les négociations portant sur un montant d'environ 400 m€ de dettes financières.

Le 5 février 2025, plusieurs demandes d'ouverture de procédure collective ont été déposées auprès du Tribunal de Commerce de Nantes à l'initiative du Groupe et se

³⁰ Source : *IBR Accuracy* de novembre 2024.

sont matérialisées par l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire sur certaines entités du groupe, notamment pour les quatre Sociétés du Périmètre.

Depuis, 29 nouvelles entités du Groupe ont été placées en redressement judiciaire³¹.

Désengagement progressif des autres activités

En 2023, le Groupe a décidé de recentrer son activité sur le segment historique de la promotion immobilière en France et de se désengager (par le biais de cessions partielles ou totales) progressivement des activités de promotion menées à l'étranger ainsi que des activités de maîtrise d'usage et de détention d'actifs immobiliers via la foncière.

Lors de l'annonce de l'ouverture du mandat *ad hoc* (le 19 décembre 2024), le Groupe avait déjà réalisé 10 m€ de produits de cessions et prévoyait d'autres cessions pour un montant total de 33,5 m€ au cours du premier semestre 2025. Ces cessions concernent notamment :

- Les projets portés par le Pôle Impact et les coûts associés. Les sociétés *Réalités Sailing Team* et *Les Neptunes Holding* ont ainsi été placées en liquidation judiciaire.
- Au sein de *Réalités Participations*, plusieurs sociétés ont été placées en liquidation judiciaire depuis l'été 2024 : *SWAX* (juillet 2024), *Vista Santé Holding* et ses quatre société filles (décembre 2024), *Mayers Ingénierie* et *Mayers Environnement*, *Woop*, ainsi que trois filles d'*Heurus* (*Le Plumier*, *Le Saphir* et *Béatrix*).
- *LWS Hospitality* qui a été cédée en janvier 2025.

Sur les premières années du Plan de Continuation (2025-2030), le Management prévoit de poursuivre ce plan de cession. La contribution des autres activités au chiffre d'affaires et à l'EBITDA devrait se réduire ainsi progressivement et ne représenter plus qu'une part marginale de l'activité à partir de 2030.

Pour l'activité de promotion internationale, le Management envisage le retrait progressif puis la cession totale de trois de ses filiales :

³¹ 27 sociétés le 14 mai 2025 : FIR 12, FIR 10, FIR CDC, M&Co125, une société projets détenue par RMO (SCCV Bobigny), ainsi que 22 sociétés projets détenues directement ou indirectement par FIR (REALITESAMENAGEMENT, SCCV Gravelotte, SNC Massenet, SCCV Baudin, SCCV Horlogerie, SCCV Jean Bart, SCCV Caillette, SCCV Anatole France, SNC Docteur Roux, SNC Hayet, SCCV Albert, SCCV Labro Lenine, SCCV Le Havre, SCCV Viète 2, SCCV Comtesse de Ségur, SNC Ivry, SCCV Harteloire, SCCV Mareuil, SNC Louise Michel, SCCV Doumer, SCCV Meusnier et SCCV Adrienne). SNC Dunant (société projets détenue par FIR) et SNC Les Ateliers de Quelle (société projets détenue par FIR) respectivement le 24 septembre 2025 et le 1^{er} octobre 2025.

-
- La participation résiduelle de 35% détenu dans *Réalités Sénégal*, à la suite de la cession partielle en 2023, a fait l'objet d'un rachat par les équipes en place au premier semestre 2025.
 - L'entité *Société Hôtelière Réalités* (projet Lincoln) est en cours de cession pour un montant de 7,0 m€³².
 - La société *Réalités Portugal* devrait être dissoute une fois que le projet *Carcavellos* sera achevé.

Concernant les entités détenues par *RP*, le Groupe prévoit, selon le Plan de Continuation, de céder les actions d'*UpToPlay* en 2027, de *Vindemia* en 2029 et d'*Heurus* en 2030. Les sociétés *Minido* et *Les Ducs D'Angers* ont été cédées au cours de l'année 2025.

S'agissant du portefeuille immobilier, le Groupe prévoit d'avoir cédé l'ensemble des actifs d'ici fin 2027.

Des changements stratégiques et opérationnels sur le Pôle MO France

Les difficultés engendrées par les crises financière et immobilière, notamment pour l'obtention des GFA, ont contraint le Groupe à revoir la stratégie opérationnelle du Pôle MO France. Le Plan de Continuation intègre ainsi l'allongement des calendriers opérationnels, l'abandon d'une soixantaine de projets et la révision à la baisse de la grille tarifaire.

Pour garantir la livraison des chantiers en cours et assurer la rentabilité ainsi que le retour sur investissement du Groupe, les ambitions de développement de nouveaux projets ont été réduites, notamment les premières années du Plan de Continuation. A court terme, le Groupe a ainsi décidé de se concentrer sur un nombre restreint de projets générant un niveau de marge acceptable. Le Groupe prévoit notamment de se retirer de la région Hauts-de-France et Grand Est.

Par ailleurs, les difficultés actuellement rencontrées par le Groupe ayant limité l'obtention de nouveaux financements bancaires, le recours à des co-promoteurs pour lancer la majorité de ces projets identifiés est nécessaire à la réalisation du Plan de Continuation. Ce recours à la co-promotion devrait également permettre au Groupe de reconstituer sa trésorerie (en diminuant notamment le montant des fonds propres investis).

Ainsi, le Plan de Continuation prévoit la livraison des projets actuellement identifiés en 2025 et 2026 et la reprise de la contribution des programmes non identifiés à date

³² Montant correspondant au prix de cession des actions et des comptes courants de la société dans le contexte de l'acquisition en cours.

à partir de septembre 2026. A horizon 2027, l'objectif de développement pour ces nouveaux projets a été fixé à environ 200 m€ de chiffre d'affaires par an.

Réduction de la structure de coûts

Les changements d'orientation stratégique du Groupe s'accompagnent d'un plan de réduction des coûts de personnel et de structure avec pour objectif de diminuer les charges annuelles de 40 m€ à 10 m€.

Dès fin 2023, le Groupe a ainsi gelé les recrutements, puis mis en place un premier plan de rupture conventionnelle collective, qui a abouti au départ de 73 collaborateurs.

En juillet 2024, un projet de plan de sauvegarde de l'emploi (« PSE ») a été annoncé. Celui-ci concerne plus d'une centaine de postes au sein des holdings *Réalités SA* et *RMO* (soit plus de 40% des effectifs). Un deuxième PSE a été initié en avril 2025. Le coût prévisionnel de ces PSE a été intégré dans le Plan de Continuation en 2025 pour un montant cumulé de 9 m€.

Par ailleurs, le Groupe envisage de réduire sa structure de coûts de la manière suivante :

- rationalisation du réseau d'agences,
- réduction des dépenses IT, en lien avec la réduction des effectifs,
- réduction de la flotte automobile de près de deux tiers,
- renégociation des baux existants et recentrage des équipes parisiennes sur un seul site.

Ainsi, le Plan de Continuation prévoit une réduction de la masse salariale pour atteindre 70 ETP à horizon 2028 pour la holding *Réalités*. La holding *Réalités* devrait ainsi redevenir bénéficiaire dès 2026, les économies réalisées permettant de compenser la baisse du volume de développement et donc des honoraires perçus par cette dernière.

2.3.3. Endettement financier et autres passifs à la Date d'Ouverture

A la Date d'Ouverture, l'endettement financier net des Sociétés et des Autres Sociétés du Périmètre s'élève à 238,1 m€³³ et les autres passifs (dettes fournisseurs, dettes fiscales, etc.) à 342,2 m€³⁴.

Les montants présentés ci-après tiennent compte des intérêts courus à la Date d'Ouverture.

³³ Incluant 8,1 m€ d'intérêts courus.

³⁴ Incluant les comptes courants passifs intragroupe.

Revue des passifs des Sociétés du Périmètre et des garanties et sûretés accordées à la Date d'Ouverture

Au niveau de *Réalités*, les passifs se répartissent comme suit.

- Les dettes fiscales et sociales (les « **Dettes Fiscales et Sociales Réalités** ») s'élèvent à 8,8 m€, dont 3,3 m€ font l'objet d'un plan d'échelonnement consenti par la CCSF.
- Le crédit renouvelable (le « **RCF** ») d'un montant maximum en principal de 21,7 m€ a été contracté le 19 octobre 2023 auprès de plusieurs banques³⁵. Il est garanti par des nantissements de compte-titres à hauteur de (i) 75% des titres détenus par *Réalités* dans *RMO* et (ii) 50,1% des titres détenus par *Réalités* dans *Réalités Participations*.
- Les obligations émises via des plateformes de financement participatif (les « **Obligations Crowd Réalités** ») représentent 12,5 m€³⁶. Seules les obligations souscrites par *Delta AM* font l'objet d'une « Fiducie-sûreté » portant sur un compte à terme de 5,0 m€ arrivé à échéance le 20 avril 2025.
- Les prêts garantis par l'Etat (les « **PGE** ») s'élèvent à 9,4 m€³⁷.
- Les différents prêts bilatéraux (les « **Prêts Bilatéraux** ») s'élèvent à 9,1 m€³⁸. Parmi les prêts accordés par *Bpifrance*, 6,9 m€ font l'objet de séquestres à hauteur de 0,4 m€ et 0,1 m€ font l'objet d'une caution de *Réalités International*.
- Les financements opérationnels (les « **Financements Opérationnels** ») de 6,0 m€ sont composés de (i) 3,2 m€ de ligne de trésorerie auprès de *Convera*, et (ii) 2,7 m€ d'obligations *crowdfunding* auprès de *MCapital*. Les obligations souscrites par *MCapital* font l'objet d'un nantissement de créances, garanties à première demande de *FIR* et de la *SCCV Heka*.
- Les titres super-subordonnés à durée indéterminée (les « **TSSDI** ») s'élèvent en nominal à 28,9 m€.
- Les prêts participatifs garantis (les « **PPR** ») s'élèvent à 18,1 m€³⁹.
- Les comptes courants passifs intragroupe (les « **Comptes Courants Passifs Réalités** ») s'élèvent à 76,7 m€, dont 59,2 m€ envers *BIRD AM*.

Au niveau de *BIRD AM*, les passifs se répartissent comme suit.

³⁵ *CIC Ouest, Banque Palatine, BPGO, BRED, Caisse d'Epargne Bretagne Pays de Loire, La Banque Postale et Société Générale.*

³⁶ Dont 5,0 m€ souscrites par *Delta AM*, 7,2 m€ par *Lita.co* et 0,3 m€ par *October IFP*.

³⁷ Dont 0,5 m€ accordés par *BNP Paribas*, 1,6 m€ par *Banque Populaire Atlantique*, 1,6 m€ par *BPOST*, 1,5 m€ par *BRED*, 0,5 m€ par *Caisse d'Epargne Bretagne Pays de Loire*, 1,2 m€ par *CIC Ouest*, 1,2 m€ par *Banque Palatine*, et 1,4 m€ par *Société Générale*.

³⁸ Dont 0,1 m€ accordés par *BNP Paribas*, 0,2 m€ par *Banque Populaire Atlantique*, 7,4 m€ par *Bpifrance*, 0,5 m€ par *BRED*, 0,2 m€ par *Crédit Coopératif*, 0,1 m€ par *Caisse d'Epargne Bretagne Pays de Loire*, 0,4 m€ par *CIC Ouest*, et 0,3 m€ par *Société Générale*.

³⁹ Dont 1,8 m€ auprès de la *Banque Tarneaud*, 6,9 m€ auprès de *BRED Banque Populaire*, 6,9 m€ auprès de la *Banque Postale* et 2,4 m€ auprès de *Société Générale*.

-
- Les obligations de type Euro PP (les « **Euro PP** »), d'un montant nominal de 42,6 m€, sont garanties par (i) un nantissement de premier rang portant sur 41% des parts sociales de *FIR* et par (ii) un nantissement de premier rang portant sur les créances détenues par *BIRD* à l'encontre de *FIR*.
 - Les obligations émises via des plateformes de financement participatif (les « **Obligations Crowd Corporate BIRD** »), d'un montant nominal total de 2,4 m€⁴⁰. Parmi elles :
 - Les obligations souscrites par *FCPE Réalités* sont couvertes par une lettre d'intention⁴¹ accordée par *Réalités*.
 - Les obligations souscrites par *Lookandfin Finance* font l'objet d'une garantie à première demande (« **GAPD** ») accordée par *Réalités*.
 - Les obligations souscrites par *Vatel* font l'objet d'un cautionnement accordé par *Réalités*.
 - Les obligations émises via des plateformes de financement participatif (les « **Obligations Crowd Projet BIRD** »), d'un montant nominal total de 55,8 m€⁴², font l'objet de garanties qui diffèrent selon les créanciers.
 - Les obligations souscrites par *Homunity* font l'objet d'un cautionnement de la part de *Réalités*.
 - Les obligations souscrites par *WiiSEED* font l'objet d'un cautionnement de la part de *Réalités*. Certaines tranches bénéficient de garanties supplémentaires : 4,1 m€ bénéficient d'une GAPD de la *SNC Quelle*, et 0,9 m€ d'une GAPD de la *SCCV Bohars* et d'une promesse d'hypothèque.
 - 7,6 m€ d'obligations souscrites par *Tudigo* font l'objet d'un cautionnement de la part de *Réalités* et 1,4 m€ font l'objet d'une GAPD de *Réalités*.
 - 6,3 m€ d'obligations souscrites par *Koregraf* font l'objet d'un cautionnement de la part de *Réalités*, et 1,6 m€ font l'objet d'une GAPD de *Réalités* ainsi que d'une délégation de remboursement à la *SCCV Testut* et la *SCCV Frenes*.
 - Les obligations souscrites par *Fundimmo* bénéficient d'une GAPD de la part de *Réalités*.

⁴⁰ Dont 0,6 m€ auprès du *FCPE Réalités*, 1,2 m€ auprès de *Lookandfin Finance* et 0,5 m€ auprès de *Vatel*.

⁴¹ La société mère s'engage auprès du créancier bénéficiaire de faire en sorte que sa filiale puisse remplir ses engagements et promet pour ce faire de mettre à disposition de sa filiale les fonds nécessaires et, plus généralement, veiller à ce que sa filiale satisfasse son obligation de paiement envers le créancier bénéficiaire. En revanche, la société mère ne s'engage aucunement à se substituer à sa filiale en cas de défaillance pour payer le créancier (ce qui distingue la lettre d'intention d'une caution classique).

⁴² Dont 28,1 m€ souscrites par *Homunity*, 8,2 m€ souscrites par *WiiSEED*, 9,0 m€ souscrites par *Tudigo*, 6,3 m€ souscrites par *Koregraf*, 3,6 m€ souscrites par de *Finple/S2C* et 0,7 m€ par *Fundimmo*.

-
- Les obligations émises en dehors des plateformes de financement participatif (les « **Autres Obligations Projet BIRD** »), pour un montant nominal de 13,0 m€, font l'objet des garanties suivantes :
 - 8,0 m€ au titre du projet Saint-Hélène (projet *Ikom*) bénéficient d'une GAPD de *Réalités* dont 7,1 m€ d'un nantissement de titres financiers détenus par *DB2*.
 - 2,5 m€ au titre du projet Talards bénéficient d'un cautionnement de *Réalités* et d'une délégation de paiements de la *SCCV Talards*.
 - 2,5 m€ au titre du projet Evreux bénéficient d'un cautionnement de *Réalités* et d'une délégation de paiements de la *SCCV Evreux*.
 - Les comptes courants passifs intragroupes (les « **Comptes Courants Passifs BIRD** ») s'élèvent à 43,6 m€, dont 23,4 m€ envers *FIR*.

Au niveau de *FIR*, les passifs se répartissent comme suit.

- Les dettes fiscales et sociales (les « **Dettes Fiscales et Sociales FIR** ») s'élèvent à environ 0,5 m€.
- Les obligations émises via des plateformes de financement participatif (les « **Obligations Crowd Projet FIR** »), d'un montant nominal de 13,3 m€⁴³, font toutes l'objet de cautionnements de la part de *Réalités*.
- Les comptes courants passifs intragroupe (les « **Comptes Courants Passifs FIR** ») s'élèvent à 48,4 m€.

Au niveau de *RMO*, les passifs se répartissent comme suit à la Date d'Ouverture.

- La dette due à l'association de garantie des salaires (AGS) (la « **Dette AGS** ») s'élève à environ 9,0 m€.
- Les dettes fiscales et sociales s'élèvent à 17,2 m€⁴⁴.
- Les dettes fournisseurs s'élèvent à 13,1 m€.
- Les comptes courants intragroupe (les « **Comptes Courants RMO** ») s'élèvent à 19,7 m€, dont 19,4 m€ vis-à-vis de *Réalités*.

Revue des passifs et garanties des Autres Sociétés du Périmètre

A la Date d'Ouverture, l'ensemble des Autres Sociétés du Périmètre faisaient état de l'endettement financier et des passifs présentés ci-dessous.

⁴³ Dont 8,0 m€ au titre du projet Saint Hélène, 3,3 m€ au titre du projet Evreux et 1,3 m€ au titre du projet Artigues.

⁴⁴ Dont 6,9 m€ de passif social et 10,3 m€ de passif fiscal.

Figure 8 | Synthèse des passifs portés par les Autres Sociétés du Périmètre – FIR & M&CO 125

en m€	Dettes fiscales	Dettes fournisseurs	Comptes courants passifs	Emprunts obligataires	Total passif
FIR 12	-	-	-	(9,7)	(9,7)
FIR 10	-	-	(9,6)	-	(9,6)
FIR CDC	-	-	(1,1)	-	(1,1)
M&CO 125	-	-	-	(3,8)	(3,8)
REALITES AMENAGEMENT	(8,4)	(3,1)	-	-	(11,5)

Figure 9 | Synthèse des passifs portés par les Autres Sociétés du Périmètre - SNC

en m€	Dettes fiscales	Dettes fournisseurs	Comptes courants passifs	Autres passifs	Total passif
SNC ARISTIDE	(1,1)	(2,0)	(0,0)	(0,1)	(3,2)
SNC BONDY FL 01	(0,0)	(0,5)	(1,8)	(0,1)	(2,4)
SNC DU ROI RENE	(0,0)	(0,0)	(1,5)	-	(1,6)
SNC EQUEURDEVILLE	(0,1)	(1,0)	(0,0)	(0,0)	(1,1)
SNC KERLENA	(0,2)	(1,5)	(0,0)	(0,6)	(2,3)
SNC TOULOUSE	(0,2)	(2,1)	(0,4)	(0,2)	(2,9)
SNC VIASILVA	(0,8)	(3,1)	(0,1)	(1,8)	(5,7)
SNC VIGNANCOUR	(0,2)	(0,4)	(0,0)	-	(0,6)
SNC MASSET	(3,6)	(6,8)	(7,7)	(0,0)	(18,1)
SNC DOCTEUR ROUX	-	(0,2)	(0,2)	-	(0,5)
SNC HAYET	(0,1)	(0,0)	(0,7)	-	(0,8)
SNC IVRY	(2,1)	(2,0)	-	(0,0)	(4,1)
SNC LOUISE MICHEL	(0,0)	(0,0)	(0,2)	-	(0,3)

Figure 10 | Synthèse des passifs portés par les Autres Sociétés du Périmètre - SCCV

en m€	Dettes fiscales	Dettes fournisseurs	Comptes courants passifs	Autres passifs	Total passif
SCCV ALMA RIVE OUEST	(0,1)	(0,4)	(0,0)	(0,0)	(0,6)
SCCV BASSE SAINT ELOI	(0,0)	(0,4)	(0,3)	(0,1)	(0,8)
SCCV BRISSAC	(0,0)	(0,5)	(0,0)	(0,1)	(0,6)
SCCV CAMPUS CLAUDEL	-	(0,4)	(0,0)	(0,1)	(0,5)
SCCV CLEMENCEAU	(0,2)	(1,1)	(0,0)	(0,0)	(1,4)
SCCV EGLISE ROMANE	(0,3)	(1,6)	(0,0)	(0,0)	(1,9)
SCCV GARE STE LUCE	(0,3)	(0,4)	(0,0)	(0,1)	(0,7)
SCCV HILARD	(0,0)	(0,4)	-	(0,0)	(0,4)
SCCV INTERIVES	(0,5)	(3,8)	(0,1)	(0,2)	(4,6)
SCCV LA BARRE	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,0)	(0,4)
SCCV NATIONALE	(0,1)	(0,6)	-	(0,1)	(0,8)
SCCV OISEAU DE FEU	(0,0)	(0,4)	(0,0)	-	(0,4)
SCCV PETIT CHER	(0,2)	(0,7)	(0,0)	(0,1)	(1,1)
SCCV PLACIS VERT	(0,2)	(0,8)	(0,0)	(0,1)	(1,2)
SCCV PYRENEES	(0,0)	(0,4)	(0,2)	(0,1)	(0,6)
SCCV SAND	-	(0,3)	(0,3)	(0,0)	(0,6)
SCCV SIMON	(0,0)	(0,3)	(0,0)	-	(0,4)
SCCV GRAVELOTTTE	(0,1)	(0,8)	(2,5)	(0,0)	(3,5)
SCCV BAUDIN	(1,2)	(1,8)	(0,0)	-	(3,0)
SCCV HORLOGERIE	(0,8)	(1,5)	(0,0)	-	(2,3)
SCCV JEAN BART	(0,4)	(0,9)	-	-	(1,3)
SCCV CAILLETTE	-	(0,0)	(1,2)	(1,1)	(2,3)
SCCV ANATOLE France	-	(0,8)	(1,9)	-	(2,7)
SCCV ALBERT	(0,0)	(0,3)	(0,1)	(0,0)	(0,4)
SCCV LABRO LENINE	(0,1)	(0,4)	(0,0)	(0,0)	(0,6)
SCCV LE HAVRE	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,2)
SCCV VIETE 2	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,1)
SCCV COMTESSE DE SEGUR	(1,1)	(0,0)	-	-	(1,1)
SCCV HARETLOIRE	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,3)
SCCV MAREUIL	(0,5)	(0,2)	(0,0)	(0,1)	(0,7)
SCCV DOUMER	(0,3)	(0,4)	(0,3)	(0,8)	(1,8)
SCCV MEUSNIER	(0,1)	-	(0,2)	-	(0,3)
SCCV ADRIENNE	(0,1)	(0,1)	-	(0,0)	(0,2)

La plupart des Autres Sociétés du Périmètre ne présentent pas de dettes financières à leurs passifs autre que des comptes courants vis-à-vis de leurs actionnaires.

Dans la mesure où les associés des sociétés en nom collectif et des sociétés civiles ont « *une responsabilité solidaire (pour les premiers) ou indéfinie (pour les seconds) au titre des dettes de la société dont ils sont associés* », nous avons considéré que l'éventuelle insuffisance d'actifs des Sociétés Projets devenait un passif au niveau de la maison-mère⁴⁵.

⁴⁵ Ces passifs restants chirographaires par rapport aux passifs garantis de ces dernières.

A titre informatif, nous présentons ci-après les garanties associées aux passifs des actionnaires des Autres Sociétés du Périmètre.

- Les garanties associées aux passifs de *FIR*⁴⁶ et *RMO*⁴⁷ sont présentés ci-dessus.
- Les passifs de *FIR CDC*⁴⁸ ne font l'objet d'aucune garantie ou sûreté.
- *M&Co 125*, actionnaire de la *SCCV Nationale* a émis une obligation convertible en actions de préférence (« **OCAP** ») d'un montant de 4,0 m€ dont 1,3 m€ affectés à la *SNC Nationale* et 2,6 m€ affectés à la *SNC Talards* souscrite par *MCapital* et qui fait l'objet d'une garantie⁴⁹.
- *FIR 12*⁵⁰ a émis des obligations convertibles en actions (« **OCA** ») de 9,0 m€ affectées au projet porté par la *SNC La Pinède*. Elles font l'objet d'une garantie de *FIR12* et *Réalités*⁵¹.
- *FIR 2*⁵² a prorogé un crédit *revolving* de trésorerie de 4 m€ pour financer les apports en compte courant aux *SNC Fougères et Fontaine aux Pèlerins*. Le crédit est garanti par la « *cession des créances en germe détenues par les sociétés d'opération* ».

2.4. Implications sur la démarche d'évaluation

Les caractéristiques du Groupe détaillées précédemment ont des implications sur la mise en œuvre de l'approche multicritères en vue de l'estimation de la valeur des actions des Sociétés et des Autres Sociétés du Périmètre. Il convient d'en tenir compte de façon rigoureuse, tant dans l'examen des références disponibles que dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation.

S'agissant des références d'évaluation

La référence que représente le cours de bourse de *Réalités* ne peut être retenue comme une référence pertinente dans le cas présent. Toute approche consolidée doit en effet être écartée puisqu'il s'agit, dans une perspective de liquidation, d'estimer la valeur individuelle de chacune des Sociétés du Périmètre.

⁴⁶ Ensemble des sociétés détenues par FIR.

⁴⁷ Actionnaire de la SNC Bondy FL 01.

⁴⁸ Actionnaire de SNC Aristide et SCCV Oiseau de Feu.

⁴⁹ Si la banque de la SNC Talards autorise un remboursement total ou partiel du compte courant d'associé que M&Co 125 détient dans la SNC TALARDS, M&Co 125 doit rembourser une partie des OCAP par anticipation pour un montant correspondant à 2/3 du montant du compte-courant d'associé et payer les intérêts y afférents ainsi que la prime de non-conversion le cas échéant. L'emprunt ne fait l'objet d'aucune sûreté personnelle.

⁵⁰ Actionnaire des SCCV Interives et Hilard.

⁵¹ Cet emprunt est garanti par les nantissements consentis par FIR 12 et Réalités sur les parts sociales qu'elles détiennent dans le capital social de la SNC La Pinède.

⁵² Actionnaire des SCCV Bassin Saint Eloi, Simon, Fougères et Fontaine aux Pèlerins

Conséquence de la stratégie du Groupe, certains actifs et certaines sociétés du Groupe ont fait l'objet de transactions ou de marques d'intérêts récentes. Ces dernières représentent des références d'évaluation qui nécessitent d'être examinées attentivement.

S'agissant des méthodes usuelles d'évaluation

Comme mentionné précédemment, le périmètre et le contexte de nos travaux excluent toute approche consolidée et nécessitent l'estimation de la valeur des actions de chaque société du Groupe. Pour cela, nous avons appliqué la méthode patrimoniale de l'actif net réévaluée (« **ANR** »), usuellement privilégiée dans le cas d'un groupe constitué d'une cascade d'entités.

La méthode ANR est également privilégiée pour estimer la valeur des sociétés détenant des actifs immobiliers. Dans le cas présent, la méthode ANR est mise en œuvre pour estimer la valeur des actions des Sociétés Projets (réévaluation de la valeur comptable des actifs et prise en compte de la marge nette restant à reconnaître) et de *Foncière Réalités*.

S'agissant des méthodes analogiques (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables), la situation de redressement judiciaire dans laquelle se trouve le Groupe rend toute comparaison délicate. Ces méthodes ont donc été écartées.

Concernant la date d'évaluation, nous retenons la Date d'Ouverture, correspondant à la date la plus récente à laquelle les informations comptables des Sociétés du Périmètre sont disponibles. Néanmoins, compte tenu du délai observé entre la Date d'Ouverture et la date à laquelle les Classes de Parties seront convoquées et appelées à se prononcer sur le projet de plan, nous présentons également, en annexes du présent rapport, une estimation de la valeur des actions des Sociétés du Périmètre au 30 novembre 2025.

S'agissant des spécificités résultant de la perspective de liquidation

La valeur liquidative d'une société correspond à la valeur qui serait retirée d'une cession accélérée de ses actifs et/ou de ses activités, dans un horizon de temps court et contraint par le niveau de liquidités pour assurer la continuité d'exploitation sur la période considérée. Dans la mesure où elle est représentative de la liquidation rapide des actifs, elle représente, dans une certaine mesure, une valeur plancher, la vitesse de réalisation de la vente des actifs primant sur la maximisation du prix de vente. Ainsi,

les valeurs des actifs estimées dans ce rapport extériorisent nécessairement une décote par rapport à la valeur de ces mêmes actifs en valeur de marché⁵³.

L'arrêt de l'activité étant envisagé à court terme, nous nous sommes limités à l'estimation de la valeur des projets de promotion immobilière identifiés⁵⁴ à la Date d'Ouverture. Nous ne tenons pas compte de la valeur attachée à la capacité du Groupe à lancer de nouveaux projets de promotion immobilière.

De la même manière, nous n'avons pas considéré les honoraires futurs que devraient percevoir les holdings *Réalités* et *RMO*, ceux-ci étant principalement liés à des projets non identifiés à date. Les honoraires liés aux projets en cours ont pour la plupart déjà été facturés.

Nous n'avons pas intégré les indemnités potentielles à recevoir sur certains contentieux en cours, intégrées dans le Plan de Continuation pour 4,3 m€ et dont le jugement n'est pas certain.

Les valeurs des actions présentées dans ce rapport intègrent notre compréhension des mécanismes de garanties et de sûretés attachés aux passifs et aux instruments de dette financière détenus par chaque entité.

⁵³ La valeur de marché d'un actif est définie comme le montant pour lequel cet actif pourrait être échangé entre des parties bien informées, consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normales.

⁵⁴ Projet pour lequel une Société Projet a été constituée à la Date d'Ouverture.

3. Méthodologie d'évaluation

3.1. Approche de l'actif net réévalué (« ANR »)

Dans le cadre d'une évaluation en liquidation, il est nécessaire d'extérioriser une valeur individuelle de chacune des Sociétés du Périmètre, écartant toute approche consolidée. Cet exercice est également nécessaire lorsqu'un groupe est constitué d'une cascade d'entités.

L'estimation de la valeur des Sociétés du Périmètre résulte ainsi d'une méthode relevant de l'approche intrinsèque, à savoir la méthode patrimoniale de l'actif net réévalué (méthode « **ANR** »). Cette méthode consiste notamment à déterminer la valeur économique des actifs et des passifs.

Dans le cas présent, les principaux éléments constituant l'actif économique devant faire l'objet d'une réévaluation se résument de la manière suivante.

- Pour les sociétés holding, et plus particulièrement les Sociétés du Périmètre, l'actif économique est principalement constitué des titres de participation détenus dans d'autres sociétés du Groupe et de comptes courants.
- Pour les Sociétés Projets, le portefeuille d'activités correspond aux projets de promotion immobilière en cours.
- Les actifs immobiliers, détenus principalement par *Foncière Réalités*, doivent également être réévalués.
- Pour les sociétés détenues par *Réalités Participations* (et ne faisant pas l'objet d'une procédure de liquidation judiciaire), nous avons réévalué leurs différentes activités.

S'agissant des passifs, nous retenons l'hypothèse d'une annulation des comptes courants inversés (compte courant actif détenu par une Société Projet sur sa société mère).

Les sociétés placées en liquidation judiciaire n'ont pas fait l'objet de travaux d'évaluation spécifiques et leur valeur a été considérée comme nulle en faisant l'hypothèse que ces sociétés ne sont pas solvables.

Les valeurs des actions des filiales sont remontées par transparence aux différentes holdings du Groupe puis à la holding de tête *Réalités*, via le mécanisme des participations.

3.2. Estimation de la valeur des Sociétés du Périmètre fondée sur les références d'évaluation disponibles

3.2.1. Cours de bourse

La veille de la Date d'Ouverture, le cours de bourse de *Réalités* s'élève à 1,56 €. La valeur totale des actions de la Société s'établit à 7,4 m€⁵⁵.

Comme mentionné dans la section 2.4, nous avons considéré que le cours de bourse de *Réalités* ne peut représenter une référence de valeur pertinente pour estimer la valeur de liquidation des Sociétés du Périmètre, et notamment *Réalités*.

3.2.2. Actif net comptable

Nous considérons que l'actif net comptable consolidé ne peut constituer une référence pertinente pour estimer la valeur de liquidation des actions du Groupe. En effet, l'essentiel des actifs est constitué des projets immobiliers en cours (essentiellement des stocks d'en-cours correspondants) et des actifs détenus par *Foncière Réalités* (dont la valeur est comptabilisée au coût historique). En conséquence, l'ANC du Groupe ne tient pas compte ni des marges futures devant être réalisées sur les projets de promotion ni des plus-values (ou moins-values) latentes éventuelles sur le patrimoine.

L'actif net comptable n'intègre pas non plus les éventuels coûts résultant de la liquidation des actifs du Groupe. Il ne peut donc servir de référence pour estimer la valeur de liquidation dans le contexte de l'évaluation de chacune des Sociétés du Périmètre.

3.2.3. Transactions récentes sur le capital

Dans le cadre de sa stratégie de recentrage, le Groupe a initié en 2024 plusieurs processus de cession et a reçu des manifestations d'intérêts pour certains actifs (dont la société portant le projet de développement de l'hôtel *Lincoln* à Casablanca et certains actifs immobiliers détenus par *Foncière Réalités*).

Dans la mesure où les LOI⁵⁶ ont été reçues postérieurement aux différentes annonces du Groupe concernant ses difficultés financières, nous avons considéré que ces offres constituaient des références pertinentes de la valeur liquidative de ces actifs.

⁵⁵ Calculée sur une base de 4,74 millions d'actions.

⁵⁶ *Letter of intent*.

3.3. Estimation de la valeur fondée sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles

3.3.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes

Nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur économique des actifs détenus par les sociétés, (ii) la valeur de l'endettement financier net et des passifs et enfin (iii) par le solde entre ces composantes, la valeur des actions.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des actions en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actifs et passifs hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais s'avèrent, dans la pratique, trop délicates à mettre en œuvre pour fournir une estimation fiable de la valeur des actions. En effet, la première nécessite de nombreuses hypothèses quant à la structure de financement future de la société évaluée, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

3.3.2. Méthodes d'évaluation usuelles

Les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères sont (i) la méthode DCF (pour *Discounted Cash Flows*), (ii) la méthode des comparaisons boursières et (iii) la méthode des transactions comparables.

La méthode de l'ANR, qui relève comme la méthode DCF d'une approche intrinsèque, est également traditionnellement mise en œuvre pour les sociétés portant des projets de promotion immobilière ou des actifs immobiliers et pour des sociétés holding.

La date d'évaluation retenue pour l'actualisation des flux de marge nette restant à recouvrer par les Sociétés Projets et des flux de trésorerie des sociétés détenues par RP évaluées selon la méthode DCF est la Date d'Ouverture, soit le 5 février 2025⁵⁷.

Avant d'exposer dans les parties 4 à 7 les résultats issus de nos travaux, nous présentons dans les prochains paragraphes les méthodes d'évaluation retenues pour

⁵⁷ Une estimation de la valeur des Sociétés au 30 novembre 2025 est présentée en annexe.

estimer la valeur des actifs dans une perspective de liquidation, en fonction de l'activité de la société.

Pour les Sociétés Projets

Le portefeuille d'activités des Sociétés Projets est constitué d'un (ou plusieurs « tranches » de) projet de promotion immobilière. Puisque la marge immobilière est comptabilisée par le Groupe selon la méthode de reconnaissance à l'avancement et comme il est d'usage dans ce secteur, nous avons privilégié la méthode de l'ANR.

La valeur économique des actifs d'une Société Projet est donc constituée de (i) la valeur comptable des actifs inscrits à son bilan (stocks, créances clients) diminuée des produits constatés d'avance (« **PCA** »), (ii) d'ajustements éventuels des valeurs comptables et (iii) de la marge nette future restant actualisée. Une décote est ensuite appliquée, en fonction de l'avancement du projet, pour tenir compte du contexte de liquidation (voir section 3.4.1).

Les prévisions de marge nette par projet, communiquées par le Management et qui n'intègrent pas les éventuelles reprises de provisions pour pertes à terminaison, ont été ajustées afin de déduire la quote-part qui pourrait revenir aux co-promoteurs dans le cas où ce mécanisme serait mis en place postérieurement à la date d'évaluation.

Par ailleurs, nous avons considéré une valeur nulle pour les actifs détenus par les Sociétés Projets pour lesquelles une GFA a été activée ou appelée.

Pour Foncière Réalités

Comme c'est usuellement le cas pour les sociétés détenant des actifs immobiliers, la valeur des actions de *Foncière Réalités* a été déterminée selon la méthode de l'ANR, en réévaluant les actifs immobiliers détenus (directement ou indirectement). Nous en avons ensuite déduit la valeur des actions des sociétés détentrices des actifs puis remonté par transparence ces valeurs pour déterminer la valeur des actions de *Foncière Réalités*.

A l'exception de *Port Boyer* pour laquelle le Groupe a reçu une LOI, les actifs détenus font l'objet d'un rapport d'expertise ou d'un avis de valeur externe récent et réalisé par un expert immobilier indépendant. Nous avons par conséquent utilisé les valeurs issues de ces rapports pour estimer la valeur économique de ces actifs⁵⁸.

⁵⁸ La valeur comptable des actifs immobiliers correspond à leur valeur d'acquisition et peut par conséquent être éloignée de leur valeur économique à la Date d'Ouverture.

Pour les sociétés détenues par *Réalités Participations*

Les sociétés détenues par *Réalités Participations* opèrent sur des secteurs variés de la maîtrise d'usage.

Pour les sociétés ne faisant pas actuellement l'objet d'un processus engagé de cession ou d'une procédure de redressement judiciaire⁵⁹, nous avons mis en œuvre la méthode DCF, méthode la plus adaptée pour tenir compte des spécificités opérationnelles et financières de ces dernières. Une prime de risque spécifique a été incluse dans le taux d'actualisation pour tenir compte du contexte liquidatif.

Pour estimer les flux de trésorerie prévisionnels, nous nous sommes appuyés sur les plans d'affaires transmis par le Management en novembre 2025 pour chacune des entités concernées.

Pour les sociétés holding

La valeur des sociétés holding a également été estimée selon la méthode de l'ANR en considérant les éléments bilanciels et les contributions de leurs sociétés filles, à savoir (i) leur quote-part de détention de fonds propres réévalués des filiales, (ii) la remontée potentielle de passifs au titre de la responsabilité indéfinie ou solidaire, (iii) le remboursement de compte-courant éventuel et (iv) la potentielle activation de garanties.

3.4. Spécificités liées au scénario de liquidation

En cas de liquidation, les dettes deviennent immédiatement exigibles ce qui implique la réalisation rapide de l'ensemble des actifs. Dans ce contexte, la valeur liquidative d'une société correspond à la valeur de réalisation de ses actifs minorée de ses dettes et des coûts de liquidation.

3.4.1. Paramètres spécifiques à intégrer dans la perspective de liquidation

Afin de refléter les différentes contraintes engendrées par la perspective de liquidation, certains paramètres spécifiques doivent être intégrés dans les travaux d'évaluation.

Principe d'ajustement de la valeur en raison de la liquidation

Dans un contexte de liquidation, la cession impérative des actifs confère un pouvoir de négociation supérieur au repreneur par rapport au cédant. Cette évolution du rapport de force entre les deux parties justifie une décote du prix de cession qui pourrait être obtenu de la réalisation des actifs. Cette décote correspond à l'écart

⁵⁹ *Heurus, Vindemia, UpToPlay*. La société *Mayers* étant en liquidation judiciaire, nous retenons une valeur nulle.

observé entre le prix de cession de l'actif dans un contexte de liquidation et le prix de cession auquel aurait été cédé l'actif dans des conditions de marché normales. Néanmoins, cet écart peut être plus ou moins important selon le degré d'attractivité des actifs et du risque financier de la société qui les porte.

Modalités de prise en compte

Pour les Sociétés Projets, nous nous sommes appuyés sur les niveaux de décote constatés sur les vingt-sept cessions⁶⁰ de Sociétés Projets réalisées entre fin novembre 2024 et décembre 2025 par le Groupe⁶¹. L'analyse des montants payés par les acquéreurs pour les actions des sociétés fait ressortir une décote moyenne de 70% entre la valeur des actifs induite par la transaction et la valeur estimée selon l'approche décrite dans la section précédente.

Pour les Sociétés Projets ne disposant que d'un terrain (c'est-à-dire n'étant qu'à une phase préliminaire de développement), une décote de 30%⁶² a été appliquée à la valeur nette comptable de ce dernier. Les autres actifs ont été considérés à une valeur nulle.

Pour les sociétés détenues par *RP* et dont la valeur d'entreprise est estimée par la méthode DCF, une prime de risque spécifique a été intégrée dans l'estimation du taux d'actualisation afin de tenir compte des contraintes induites par le contexte de liquidation. Cette prime de risque spécifique permet, lors de l'application de la méthode DCF d'intégrer une décote sur la valeur. Ces primes ont été appréhendées à partir des risques de défaut estimés par le Pr. *Damodaran*⁶³, comme la différence de *spread* de crédit entre une société en situation de défaut avéré et une société proche de la situation de défaut. Cette prime traduit l'appréciation du risque de défaut du point de vue du créancier. A ce titre, elle doit s'appréhender comme une prime de risque plancher qui pourrait s'appliquer à la valeur d'entreprise. Pour la société en redressement judiciaire *Heurus*, une prime de 7% a été retenue, contre 3% pour *Vindemia* et *UpToPlay* qui ne sont pas placées en procédure collective.

Dans le cas des actifs immobiliers détenus par la foncière, certaines des expertises immobilières disponibles présentent des valeurs de l'actif en l'état ou en situation de vente forcée, ne justifiant pas l'application d'une décote liquidative supplémentaire.

⁶⁰ Dock 2 – R10, SCCV Farjon, SCCV George Sand, SCCV Hedouin, SCCV Lavoisier, SCCV Odéon, SNC Eugène, SNC Pontchaillou, SCCV Harpignies, SCCV Equinoxe, SCCV Laborde, SCCV Les Mathes, SCCV Melville, SCCV Rompi, SCCV Canton, SCCV Tourville, SNC Jacques De Thezac, SNC Ilot F, SNC Son Tay, SNC Ville Biais, SCCV Kervasclet, SNC Les Villes Dorées, SCCV Grammont, SNC FAE Epinay, SNC FAE Vendee, SNC Cateline et SNC Du Relais.

⁶¹ Nous n'avons pas tenu des cessions des sociétés projets qui affichent une décote supérieure ou égale à 100% (SCCV Arcades, SNC Rene Boltz, SCCV Angellier, SCCV Hippodrome)

⁶² Décote moyenne observée sur les actifs immobiliers dans le cadre de procédure collective.

⁶³ https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html.

Dans le cas contraire, une décote de 30%⁶⁴ a été appliquée à la valeur d'expertise ou à l'acte d'acquisition servant de référence de valeur.

Coûts de liquidation

La liquidation d'activités engendre un certain nombre de nouveaux coûts, correspondant notamment (i) aux coûts de licenciement de l'ensemble du personnel affecté à l'activité liquidée et (ii) aux indemnités de rupture anticipée des contrats.

Les coûts de licenciement pris en compte dans les présents travaux correspondent aux coûts associés au PSE annoncé en juillet 2024, selon les estimations transmises par le Management dans le cadre du Plan de Continuation, majorés d'une contribution complémentaire tenant compte du contexte de liquidation.

S'agissant des indemnités de rupture anticipée des contrats, celles-ci s'élèvent à 2,0 m€, selon les estimations transmises par le Management. Elles ne concernent que *Réalités*.

Le Management, nous a indiqué, dans une lettre d'affirmation, que les hypothèses retenues ainsi que l'estimation des coûts de liquidation sont pertinentes.

Autres actifs non considérés dans une perspective de liquidation

Les holdings *Réalités* et *RMO* perçoivent chaque année des honoraires versés par les Sociétés Projets au fur et à mesure de l'avancement des projets de promotion. Dans la perspective de liquidation, aucun honoraire futur n'a été considéré dans l'évaluation de ces sociétés holding.

La valeur des économies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables⁶⁵ a été considérée sans objet dans un contexte de liquidation.

3.4.2. Prise en compte des mécanismes de garantie

Dans le cadre de l'approche liquidative, nous avons tenu compte des mécanismes de garantie et sûretés octroyées par certaines entités afin de définir les rangs de remboursement des passifs

Ces garanties peuvent être classées en trois catégories.

- La sûreté réelle pour compte propre est une garantie accordée sur un actif spécifique détenu par une société pour assurer le paiement d'une dette qu'elle porte dans son bilan.

⁶⁴ Décote moyenne observée sur les actifs immobiliers dans le cadre de procédures collectives. (Valeur vénal et liquidité – Martel-Expertises – 2015 ; Casino, Guichard-Perrachon : Rapport de liquidation – Ledouble – 2023 ; Orpéa : Valeur liquidation – Ledouble – 2023)

⁶⁵ Le stock de déficits fiscaux reportables s'élève à 35 m€ au 31/12/2023.

-
- La sûreté réelle pour autrui est une garantie accordée sur un actif spécifique détenu par une société pour assurer le paiement d'une dette portée par une autre société du Groupe. Les fiducies-sûreté sont assimilées à des sûretés réelles.
 - La sûreté personnelle est un engagement pris par une société qui garantit le paiement d'une dette portée par une autre société. A la différence de la sûreté réelle, cette dette est ainsi garantie par l'ensemble des actifs de la société garante.

En accord avec l'article L. 643-8 du Code de commerce, les dettes garanties par des sûretés immobilières (dont les hypothèques) sont classées en rang 7 (pour la part de la dette couverte par la valeur de la sûreté réelle), les dettes garanties par des nantissements et des fiducies-sûreté en rang 14 et les dettes garanties par des sûretés personnelles en rang 16, au même titre que les dettes chirographaires. Néanmoins, nous avons considéré que l'ensemble des sûretés réelles bénéficiaient d'un droit de rétention assurant à leur détenteur un paiement prioritaire sur l'ensemble des autres rangs.

Lorsqu'une dette dispose de plusieurs garanties, nous avons considéré l'appel des garanties dans l'ordre suivant :

- sûreté réelle pour compte propre de rang 7, si applicable,
- sûreté réelle pour compte propre de rang 14, si applicable,
- sûreté réelle pour autrui de rang 7, si applicable,
- sûreté réelle pour autrui de rang 14, si applicable,
- sûreté personnelle, si applicable.

Lorsqu'un actif est apporté en garantie de plusieurs dettes, la valeur économique de l'actif est affectée *pari passu* entre ces différentes dettes.

3.4.3. Scénario de liquidation

L'Ordonnance du 2 avril 2025 indique que la valeur liquidative des Sociétés du Périmètre doit être déterminée selon deux scénarios : le premier correspond à un scénario de réalisation des actifs pris isolément et le deuxième à un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un unique repreneur.

Compte tenu des conditions actuelles du marché immobilier, de la diversité des projets de promotion et des autres activités du Groupe, nous avons seulement considéré le scénario de réalisation des actifs pris isolément et écarté le deuxième scénario.

Le Management nous a confirmé, dans une lettre d'affirmation, que le scénario de cession à un unique repreneur était peu vraisemblable. Pour mémoire, en fin d'année

2024, un processus de recherche d'un investisseur unique au niveau de *Réalités* a été initié de manière infructueuse par la banque d'affaires *Rothschild & Co* et par le Groupe, confirmant la pertinence de ne pas retenir le scénario d'un investisseur unique.



4. Evaluation du Pôle MO France

Dans cette section, nous présentons la valeur des sociétés *RMO* et *BIRD AM* qui forment avec *BIRD 2* le Pôle Maîtrise d'Ouvrage, et pour lesquelles les méthodes mises en œuvre sont identiques.

Pour rappel, *RMO*, *BIRD AM* ainsi que *FIR* (filiale détenue à 100% par *BIRD AM*), font partie des Sociétés du Périmètre. *BIRD 2* est évaluée dans la présente partie pour les besoins de l'évaluation de *Réalités*.

4.1. Valeur des actions des Sociétés Projets

Comme détaillé en section 3, la valeur des actions des Sociétés Projets a été déterminée selon la méthode de l'ANR.

Le contexte de liquidation nous a conduit à répartir les Sociétés en trois catégories, qui se différencient par le stade d'avancement du projet. L'obtention (et la purge) du permis de construire (« **PC** ») a été considérée comme l'étape déterminante dans le cycle d'une opération de promotion immobilière.

La première catégorie regroupe les Sociétés Projets dont les projets disposaient d'un PC purgé à la Date d'Ouverture. Pour cette catégorie, l'actif économique a été réévalué en considérant (i) la valeur comptable des actifs inscrits au bilan (stocks, créances clients) nette des PCA, (ii) d'ajustements éventuels des valeurs comptables et (iii) de la marge nette future actualisée à la Date d'Ouverture. Le taux d'actualisation appliqué à la marge nette s'établit à 8,75% et a été notamment déterminé à partir d'un coefficient beta désendetté de 1,0 observé sur un échantillon de sociétés de promotion immobilière (l'échantillon retenu est détaillé en Annexe 6). Une décote de 70% a ensuite été appliquée à cette valeur, selon les décotes observées sur les cessions récentes du Groupe, comme détaillé précédemment.

Au sein de cette première catégorie, certains projets ne sont pas auto-liquidatifs, ce qui signifie que les financements complémentaires nécessaires à l'achèvement du projet ne pourront être remboursés par les flux opérationnels futurs. Comme prévu dans le Plan de Continuation, nous avons intégré un passif supplémentaire, égal aux pertes attendues après l'activation des GFA.

La deuxième catégorie regroupe les Sociétés propriétaires d'un terrain, mais qui ne disposent pas d'un PC purgé à la Date d'Ouverture. La valeur économique des actifs est dans ce cas estimée sur la base de la valeur nette comptable du terrain et d'une décote de 30%. La seule exception concerne le terrain détenu par *SAS Peccot*, dont la valeur nette comptable n'est plus représentative de la valeur économique. Une expertise ayant été réalisée sur cet actif, nous avons retenu la valeur estimée par l'expert immobilier et non la valeur nette comptable.

Enfin, pour les Sociétés dont le projet n'est qu'à un stade préliminaire de développement (c'est-à-dire sans PC purgé et sans terrain acquis) à la Date d'Ouverture, nous avons considéré une valeur économique des actifs nulle.

Aucun coût de liquidation n'a été estimé au niveau des Sociétés Projets, dans la mesure où elles ne portent aucun ETP.

Pour rappel, aucune valeur n'a été retenue au titre des projets non identifiés à la Date d'Ouverture.

4.2. Estimation de la valeur des actions des sociétés holding *BIRD AM*, *RMO* et *FIR*

L'actif économique des trois sociétés est principalement constitué des titres de participation détenus (directement ou indirectement) dans les Sociétés Projets, dont la valeur des actions (déterminée en section 4.1.2) est remontée par transparence aux différentes holdings.

- Dans le cas où la valeur des titres de la Société Projet est positive, celle-ci constitue un *boni* de liquidation pour sa société mère.
- A l'inverse, lorsque la valeur des titres est négative, le montant des passifs non-couverts par la valeur des actifs est remonté au niveau de la société mère et considéré comme chirographaire, lorsque les filiales sont des sociétés de personne. Cette approche reflète la nature juridique des Sociétés Projets et des responsabilités qui en découlent pour la société mère⁶⁶.

La valeur attachée aux prestations administratives réalisées par *RMO* pour le bénéfice des autres entités du Groupe a été considérée comme nulle dans une approche liquidative.

4.2.1. Estimation de la valeur des actions de *FIR*

Financière Réalités détient directement et indirectement environ 190⁶⁷ Sociétés Projets représentant une valeur d'actifs totale de 33,6 m€⁶⁸. Parmi celles-ci, une seule extériorise une valeur d'actions positive de 0,1 m€.

Le reste de la valeur économique des actifs est composé de la part recouvrable des comptes courants actifs pour 13,7 m€ et de la trésorerie pour 0,1 m€.

⁶⁶ L'analyse juridique du cabinet Prad montre que les associés des sociétés en nom collectif et des sociétés civiles ont « une responsabilité solidaire (pour les premiers) ou indéfinie (pour les seconds) au titre des dettes de la société dont ils sont associés ».

⁶⁷ Dont deux par l'intermédiaire de M&Co 125 et cinq par l'intermédiaire de FIR CDC.

⁶⁸ Dont 26,6 m€ d'actif économique et 7,0 m€ d'actifs financiers

Les passifs portés par la société s'élèvent à 259,5 m€ et intègrent les éléments suivants.

- La dette financière brute, composée d'emprunts obligataires sous forme de financement participatif auprès d'*Homunity*, s'élève à 13,3 m€ dont 0,8 m€ d'intérêts courus. Ces emprunts sont garantis par les projets sous-jacents (Paris Sainte Hélène, Eglise Romaine et Evreux) et assortis des cautions fournies par *Réalités*.
- Les Sociétés Projets détenues et présentant une insuffisance d'actifs représentent un passif de 229,0 m€, dont 83,2 m€ de dettes fournisseurs (au titre de la responsabilité indéfinie ou solidaire de *FIR*) et 55,8 m€ de passifs reflétant les pertes attendues après l'activation des GFA.
- Les comptes courants passifs s'élèvent à 11,7 m€, après annulation des comptes courants inversés⁶⁹ pour un montant de 36,7 m€.
- Les dettes garanties⁷⁰ par une caution s'élèvent à 3,6 m€.

Aucun coût de liquidation n'a été estimé pour la Société, dans la mesure où elle ne porte aucun ETP.

A la Date d'Ouverture, la valeur des actions de *FIR* ressort à -242,6 m€.

⁶⁹ Compte courant actif détenu par une Société Projet sur sa société mère.

⁷⁰ Dettes contractées auprès de M Capital et C-Investissements

Figure 11 | Valeur des actions de FIR⁷¹

m€	FINANCIERE REALITES
Valeur d'entreprise en propre	2,9
→ dont actifs existants	2,9
Titres de participation	0,1
→ dont titres de CITE OCEANIQUE DE BORDEAUX	0,1
Comptes courants actifs recouvrables	13,7
→ dont BIRD AM	1,5
→ dont SCCV HEKA	0,7
→ dont SNC ILOT F	0,9
→ dont SAS COSSERAT	-
→ dont SNC ARBRISSEL	0,2
→ dont Autres	10,4
Trésorerie	0,1
Valeur économique des actifs	16,8
dont actifs apportés en sûretés réelles	(0,7)
Dettes sociales	-
Dettes garanties par une sûreté réelle immobilière	-
Dettes fiscales	(0,5)
Dettes garanties par une sûreté réelle mobilière	(0,7)
Dettes chirographaires	(258,3)
→ dont fournisseurs	(0,5)
→ dont emprunts obligataires	(13,3)
→ dont produits constatés d'avance	(0,2)
→ dont autres passifs courants	(0,0)
→ dont comptes courants passifs	(11,7)
→ dont cautions octroyées	(3,6)
→ dont remontées de passifs	(229,0)
Dettes chirographaires subordonnées	-
Valeur des actions de FINANCIERE REALITES	(242,6)

4.2.2. Estimation de la valeur des actions de BIRD AM

Bird AM détient directement 18 participations dont quatre Sociétés Projets et 14 sociétés *FIR*, elles-mêmes principalement détentrices de Sociétés Projets ou d'autres sociétés immobilières.

La valeur des titres de participations détenus directement par *BIRD AM* est considérée comme nulle, puisque ces dernières présentent toutes une insuffisance d'actifs. La valeur économique des actifs ressort à 11,1 m€, correspondant principalement au montant de comptes courants actifs recouvrables (pour 10,9 m€ dont 8,0 m€ sur *Réalités*).

⁷¹ La valeur des actions de FIR au 30 novembre 2025 est présentée en Annexe 2

Les passifs de la société s'élèvent à 175,5 m€ et sont composés des éléments suivants :

- des emprunts obligataires pour 113,7 m€, dont 42,6 m€ d'obligations de type *Euro PP* et de 53,6 m€ d'obligations émises via des plateformes de financement participatif,
- des comptes courants passifs de 43,6 m€, dont 23,4 m€ envers *FIR*,
- des garanties accordées à *FIR 3* et *FIR 10* pour 16,4 m€.

Aucun coût de liquidation n'a été estimé pour la société, qui ne porte aucun ETP.

A la Date d'Ouverture, la valeur des actions de *BIRD AM* est estimée à -164,3 m€.

Figure 12 | Valeur des actions de *BIRD AM*⁷²

m€	BIRD AM
Valeur d'entreprise en propre	0,0
→ dont actifs existants	0,0
Titres de participation	0,0
Comptes courants actifs recouvrables	11,1
→ dont REALITES	8,1
→ dont FIR 13	0,0
→ dont FIR 17	2,5
→ dont Autres	0,4
Trésorerie	0,1
Valeur économique des actifs	11,2
dont actifs apportés en sûretés réelles	-
Dettes sociales	-
Dettes garanties par une sûreté réelle immobilière	-
Dettes fiscales	-
Dettes garanties par une sûreté réelle mobilière	-
Dettes chirographaires	(175,5)
→ dont fournisseurs	(0,0)
→ dont emprunts obligataires	(113,7)
→ dont comptes courants passifs	(43,6)
→ dont cautions octroyées	(16,4)
→ dont remontées de passifs	(1,6)
Dettes chirographaires subordonnées	-
Valeur des actions de BIRD AM	(164,3)

⁷² La valeur des actions de *BIRD AM* au 30 novembre 2025 est présentée en Annexe 2

4.2.3. Estimation de la valeur des actions de RMO

RMO détient directement six sociétés, dont trois Sociétés Projets et trois sociétés en liquidation judiciaire (*Ingénierie Patrimoniale Réalité*, *Vargo* et *Mangin*) présentant donc une valeur d'action considérée comme nulle.

La valeur économique des actifs de RMO à la Date d'Ouverture ressort à 7,6 m€, qui se répartissent de la manière suivante :

- 7,2 m€ de créances diverses et autres passifs d'exploitation, dont 9,9 m€ de créances clients recouvrables⁷³,
- 0,2 m€ de comptes courants recouvrables,
- 0,2 m€ de trésorerie.

S'agissant des passifs dus par la société, ils s'élèvent à 60,3 m€ et sont composés des éléments suivants :

- 19,7 m€ de comptes courants passifs, dont 19,4 m€ envers *Réalités*,
- 13,1 m€ de dettes fournisseurs,
- 10,3 m€ de dettes fiscales et 6,9 m€ de dettes sociales,
- 8,7 m€ de coûts de liquidation correspondant à l'estimation des coûts associés au Plan de Sauvegarde de l'Emploi (« **PSE** »),
- 1,6 m€ de passifs remontés des sociétés filles.

Ainsi, après prise en compte des montants de l'ensemble des participations réévaluées et des passifs, la valeur des actions de RMO est estimée à -53,3 m€.

⁷³ Le montant de créances clients de 27,4 m€ à la Date d'Ouverture a été ajusté en tenant compte des taux de recouvrement des sociétés du Groupe débitrices de ces créances clients.

Figure 13 | Valeur des actions de *RMO*⁷⁴

m€	REALITES MAITRISE D'OUVRAGE
Valeur d'entreprise en propre	7,2
→ dont actifs existants	7,2
→ dont flux futurs	-
Titres de participation	0,0
Comptes courants actifs recouvrables	0,2
Trésorerie	0,2
Valeur économique des actifs	7,6
dont actifs apportés en sûretés réelles	-
PSE et autres coûts de liquidation	(8,7)
Dettes sociales	(6,9)
Dettes garanties par une sûreté réelle immobilière	-
Dettes fiscales	(10,3)
Dettes garanties par une sûreté réelle mobilière	-
Dettes chirographaires	(35,0)
→ dont fournisseurs	(13,1)
→ dont comptes courants passifs	(19,7)
→ dont remontées de passifs	(1,6)
Dettes chirographaires subordonnées	-
Valeur des actions de REALITES MAITRISE D'OUVRAGE	(53,3)

⁷⁴ La valeur des actions de *RMO* au 30 novembre 2025 est présentée en Annexe 2

5. Evaluation des Autres Filiales Opérationnelles

5.1. Foncière Réalités

Foncières Réalités détient des actifs immobiliers en direct ou indirectement via ses 15 sociétés filles. Le Plan de Continuation prévoit la cession de ces actifs (existants ou en cours de construction) à horizon 2027.

Afin de tenir compte du contexte de liquidation, nous avons appliqué, pour chaque actif, une décote de 30% à leurs valeurs estimées⁷⁵ lorsque la valeur d'expertise n'intégrait pas d'estimation en situation locative vacante ou dans le contexte d'une vente forcée. Cette décote vise à refléter le pouvoir de négociation supérieur de l'acquéreur induit par la nécessité d'une réalisation rapide.

La synthèse des principales valeurs retenues est exposée ci-dessous.

Figure 14 | Synthèse des valeurs

Entité	Actif	Valeur retenue	Méthodologie
FONCIERE REALITES SANTE	Ensemble immobilier	1,0	Acte de vente, décoté
AGENCES REALITES	Bureaux	0,5	Evaluation Management/Expert, décotée
SNC 150 RCA	Locaux commerciaux	1,0	Prix d'acquisition, décoté
FONCIERE 49	Bureaux	0,4	Valeur d'expertise, décotée
SNC FACTORY	Ensemble immobilier	2,3	Valeur d'expertise, décotée
SNC DOGE IMMO ENTREPRISE	Bureaux	8,3	Valeur d'expertise, décotée
SCI STADE SAINT OUEN	Stade sportif	20,3	Valeur d'expertise, décotée
SCI BAUER DISTRICT	Ensemble immobilier	33,8	Valeur d'expertise, décotée

Sources : Management, Rapports d'expertise immobilière

Après considération de l'ensemble des passifs des entités qui détiennent ces actifs immobiliers, la valeur des actions de ces sociétés ressort nulle à l'exception de *Foncière 49* (dont la valeur des actions est estimée à 0,2 m€).

Le reste de l'actif économique de *Foncières Réalités* comprend 11,4 m€ de comptes courants actifs recouvrables sur ses sociétés filles (principalement sur les *SCI Stade Saint Ouen*, la *SCI Bauer District* et *FOR Invest* pour 9,3 m€) et de 1,6 m€ d'immobilisations corporelles.

Les passifs portés par *Foncière Réalités* s'élèvent à 74,3 m€ et se composent principalement des éléments suivants.

⁷⁵ Ces estimations reposent sur des expertises immobilières, des avis de valeur ou des actes d'acquisition.

- Les comptes courants passifs s'élèvent à 44,5 m€, principalement envers *Réalités*.
- Les sociétés filles présentant une insuffisance d'actifs représentent un passif supplémentaire de 25,2 m€⁷⁶, au titre de la responsabilité indéfinie (ou solidaire) de *Foncière Réalités*.
- Le reste des passifs se compose principalement d'emprunts obligataires pour 3,1 m€ et de dettes garanties par une sûreté réelle immobilière pour 1,1 m€.

Aucun coût de liquidation n'a été estimé pour la société, dans la mesure où elle ne porte aucun ETP.

La valeur des actions de *Foncière Réalités* est estimée à -61,1 m€.

Figure 15 | Valeur des actions de *Foncière Réalités* (en m€)

m€	FONCIERE REALITES
Valeur d'entreprise en propre	1,6
→ dont actifs existants	1,6
Titres de participation	0,2
Comptes courants actifs recouvrables	11,4
Trésorerie	0,0
Valeur économique des actifs	13,1
dont actifs apportés en sûretés réelles	(1,1)
Dettes sociales	-
Dettes garanties par une sûreté réelle immobilière	(1,1)
Dettes fiscales	(0,0)
Dettes garanties par une sûreté réelle mobilière	-
Dettes chirographaires	(73,1)
→ dont fournisseurs	(0,1)
→ dont emprunts obligataires	(3,1)
→ dont produits constatés d'avance	(0,0)
→ dont autres passifs courants	(0,1)
→ dont comptes courants passifs	(44,5)
→ dont remontées de passifs	(25,2)
Dettes chirographaires subordonnées	-
Valeur des actions de FONCIERE REALITES	(61,1)

⁷⁶ Principalement des emprunts bancaires.

5.2. *Réalités International*

L'actif économique de *Réalités International* est constitué des actions *Réalités Maroc*, *Réalités Sénégal* et *Réalités Portugal* ainsi que des créances détenues sur ces participations.

Réalités Maroc

Le 28 mars 2025, la société *FERMA DITM S.A.* a soumis une offre indicative pour acquérir 100% des capitaux propres de la société *SHR* (portant le projet Lincoln), sur la base d'une valeur des actions et des comptes courants associés de 7 m€. Cette offre s'est matérialisée en avril 2025 par la signature d'un SPA et a donc été considérée comme une référence pertinente de la valeur de la société.

Par ailleurs, *Financière Réalités International Afrique*, filiale de *Réalités International*, détient des créances en compte courant envers les sociétés de promotion *Anfa 19*⁷⁷ et *Anfa Réalisation* pour un montant total de 136 mMAD (soit environ 13 m€), portant intérêt au taux annuel de 4% et à échéance 31 décembre 2031. Ces créances font l'objet d'un cautionnement solidaire de *MFD Holding*, société mère des sociétés de promotion.

Dans une perspective de liquidation, ces créances ont fait l'objet d'une réévaluation tenant compte (i) du risque de défaut de l'Emprunteur (matérialisé par un taux de 7%⁷⁸), (ii) du taux d'intérêt de la créance, et (iii) du manque de liquidité éventuel de la créance (lié au contexte de liquidation et au contrôle des changes au Maroc).

Compte tenu du stade d'avancement du projet PUMA⁷⁹ (abandonné), nous avons retenu une valeur nulle des actions des sociétés *Puma C8*.

Réalités Sénégal

Au cours de l'exercice 2023, *Réalités Sénégal* a fait entrer des investisseurs⁸⁰ à son capital avec pour objectif de développer la promotion immobilière au Sénégal. La société porte aujourd'hui plusieurs projets de promotion.

Nous avons retenu la valeur de l'actif net comptable (méthode d'évaluation définie contractuellement au moment de l'entrée des investisseurs au titre de la cession future du solde des actions détenues par *Réalités International*).

⁷⁷ En raison de la crise sanitaire du Covid-19 et des difficultés économiques du Groupe, la réalisation des travaux du projet ANFA a été abandonnée au profit d'un promoteur local, MFD Holding.

⁷⁸ Déterminé sur la base de taux obligataires et implicites de foncières opérant au Maroc.

⁷⁹ Le projet PUMA C-8 était un projet dans la zone de Mazagan.

⁸⁰ Pape Abdou DIA, Raïssa GUEYE et Amadou DIENG.

Réalités Portugal

La société opère dans le secteur de la promotion immobilière au *Portugal*.

En l'absence d'informations additionnelles, nous avons retenu la valeur nette comptable des actions, qui s'établit à -2,7 m€.

Conclusion

Aucun coût de liquidation n'a été estimé pour *Réalités International*, dans la mesure où la société ne porte aucun ETP.

Après prise en compte des comptes courant passifs vis-à-vis de *Réalités* pour 45,4 m€, la valeur des actions de *Réalités International* est estimée à -33,7 m€.

Figure 16 | Valeur des actions de *Réalités International*

m€	REALITES INTERNATIONAL
Valeur d'entreprise en propre	3,2
→ dont actifs existants	3,2
Titres de participation	1,5
Comptes courants actifs recouvrables	7,0
Trésorerie	0,1
Valeur économique des actifs	11,8
dont actifs apportés en sûretés réelles	-
Dettes sociales	-
Dettes garanties par une sûreté réelle immobilière	-
Dettes fiscales	-
Dettes garanties par une sûreté réelle mobilière	-
Dettes chirographaires	(45,5)
→ dont fournisseurs	(0,0)
→ dont comptes courants passifs	(45,4)
→ dont cautions octroyées	(0,1)
Dettes chirographaires subordonnées	-
Valeur des actions de REALITES INTERNATIONAL	(33,7)

5.3. *Réalités Participations*

Réalités Participations détient directement neuf sociétés opérant des activités variées, allant de la restauration en entreprise à la gestion de crèches ou de résidences services seniors.

Les actions détenues par *RP* ont été réévaluées de la manière suivante.

-
- Les actions des sociétés *Réalités Care (Heurus)*, *Vindemia Finances* et *UpToplay* ont été estimées selon la méthode DCF. Les travaux réalisés sont présentés dans les sections 5.3.1 à 5.3.3.
 - *Minido* (dont le Groupe détient à la Date d'Ouverture 13% du capital) a fait l'objet d'une LOI signée le 27 février 2025, qui extériorise une valeur pour 100% des actions de 2,2 m€. La cession a été réalisée au cours de l'année 2025 pour un montant identique de 2,2 m€ (pour 100% du capital).
 - *LWS Hospitality* (dont le Groupe ne détient plus que 8% du capital à la Date d'Ouverture) a fait l'objet d'un contrat de cession signé le 8 janvier 2025, qui extériorise une valeur pour 100% des actions de 18,5 m€.
 - *Vista Sante Holding*, *SWAX Formation* (placées en liquidation judiciaire le 31 juillet 2024), *Bauer Stadium Venues* et *Mayers* ont été retenues à une valeur nulle.

5.3.1. Estimation de la valeur des actions Heurus

Flux de trésorerie prévisionnels

Heurus conçoit et exploite actuellement 15 résidences services seniors (« **RSS** »). Le groupe propose des logements privatifs avec services à la carte, pour favoriser l'autonomie des résidents. La société fait, à la Date d'Ouverture, l'objet d'une procédure de redressement judiciaire.

Pour mettre en œuvre la méthode DCF, nous nous sommes appuyés sur le plan d'affaires consolidé (compte de résultat et flux de trésorerie), transmis par le Management et couvrant la période 2025-2035. Ce plan d'affaires est présenté dans l'IBR réalisé par le cabinet *Oderis* en novembre 2025 et n'a pas fait l'objet d'une revue critique de notre part.

Ce plan d'affaires prévoit l'exploitation de six résidences, parmi lesquelles une n'est pas encore exploitée à date (*Dimezell*) mais devrait l'être à compter de 2026 et trois entités en redressement judiciaire (*Epona*, *Steredenn* et *Blanche de Castille*).

Le plan d'affaires prévoit une amélioration progressive du taux d'occupation permettant une hausse de la profitabilité, l'EBITDA passant d'un niveau négatif en 2025⁸¹ à 1,1 m€ en 2026, puis à 4,1 m€ en 2035 (soit une marge d'environ 19%).

Dans le cadre de ses travaux, *Oderis* a élaboré un plan d'affaires sensibilisé, intégrant (i) un décalage dans la montée en puissance du taux de remplissage des résidences, conduisant à une croissance plus lente, et (ii) une légère réduction du taux d'occupation maximal. Cette sensibilité conduit à un niveau d'EBITDA révisé de 0,5 m€ en 2026 et 3,9 m€ en 2035.

⁸¹ -1,6 m€

Dans une perspective de liquidation, nous avons retenu le plan d'affaires sensibilisé, reflétant une profitabilité dégradée.

La valeur terminale a été calculée à horizon 2036, selon la méthode usuelle consistant à actualiser à l'infini un flux de trésorerie normatif. Ce flux normatif repose sur les hypothèses suivantes :

- croissance du chiffre d'affaires de 2,25% (en ligne avec notre hypothèse d'inflation à long terme retenue dans l'estimation du taux d'actualisation),
- marge d'EBITDA égale à la moyenne observée sur la période 2025-2035 (11%),
- taux d'impôt sur les sociétés de 25,8%, conforme à la fiscalité en vigueur en France à la date d'évaluation,
- investissements de maintenance fixés à 2,1% du chiffre d'affaires, en ligne avec la dernière année du plan,
- niveau de dépréciation calibré pour assurer une croissance des immobilisations cohérente avec celle du chiffre d'affaires,
- besoin en fonds de roulement maintenu stable, en jours de chiffre d'affaires, par rapport à la dernière année du plan.

Les flux de trésorerie prévisionnels sont détaillés en Annexe 6.

Taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les flux de trésorerie espérés. Dans le cas présent, le taux retenu pour actualiser les flux futurs est le coût d'opportunité du capital. Conformément à la pratique courante en matière d'évaluation financière, il a été estimé à l'aide du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*).

$$k_a = R_F + \beta_a \times P_M + P_S$$

où : k_a = coût d'opportunité du capital

R_F = taux sans risque ou loyer de l'argent

β_a = coefficient bêta de l'activité

P_M = prime de risque moyenne anticipée

P_S = prime de risque spécifique

Nous retenons un taux sans risque de 3,25% et une prime de risque de marché de 5,5%. Après avoir analysé les coefficients bêta de l'échantillon de sociétés comparables, présentés en Annexe 6, nous retenons un coefficient bêta désendetté de 0,6.

La méthodologie ainsi que la définition de l'ensemble de ces paramètres sont détaillées en Annexe 4.

Afin de tenir compte du pouvoir de négociation supérieur d'un repreneur induit par la nécessité d'une réalisation rapide dans un contexte de liquidation, et du statut de redressement judiciaire de la société nous avons retenu une prime de risque spécifique fixée à 7% (détaillé en section 3.4.1).

Ainsi, le taux d'actualisation retenu pour *Heurus* est estimé à 13,6%.

Dette financière nette et autres éléments d'actifs/passifs hors exploitation

Les éléments de passage pour obtenir la valeur des actions s'élèvent à 9,1 m€ et sont constitués de 0,2 m€ de dette financière nette, de 6,5 m€ de comptes courants intragroupe, 0,9 m€ de provisions pour risques et charges et 1,4 m€ de cautions bailleurs⁸².

Ces éléments sont issus de l'IBR d'*Oderis* et correspondent aux passifs tels que comptabilisés dans les balances générales des entités du périmètre⁸³ à fin 2024. Pour rappel, nous ne disposons pas de comptes consolidés au périmètre d'*Heurus* ni de comptes sociaux plus récents.

Résultats

A la Date d'Ouverture, la valeur de 100% des actions d'*Heurus*, estimée selon la méthode DCF en intégrant une prime de risque spécifique liée à la perspective de liquidation et à partir des informations disponibles à la date de rédaction du présent rapport, s'établit à 1,6 m€.

5.3.2. Estimation de la valeur des actions Vindemia

Flux de trésorerie prévisionnels

Vindemia est spécialisée dans la restauration collective et événementielle, dans les entreprises ou les résidences seniors, sur les campus, ou encore dans les espaces de *co-working*.

Pour mettre en œuvre la méthode DCF, nous nous sommes appuyés sur le plan d'affaires transmis par le Management en novembre 2025 et couvrant la période 2025-2029. Ce plan d'affaires n'a pas fait l'objet d'une revue critique de notre part.

⁸² Baileurs des sociétés *Hermine* et *Alienor*

⁸³ six résidences et la holding *Heurus*

La valeur terminale a été calculée à horizon 2030, selon la méthode usuelle consistant à actualiser à l'infini un flux de trésorerie normatif. Ce flux normatif repose sur les hypothèses suivantes :

- croissance du chiffre d'affaires de 2,25% (en ligne avec notre hypothèse d'inflation à long terme retenue dans l'estimation du taux d'actualisation),
- marge d'EBITDA égale à la moyenne observée sur la période 2026-2029 (3,5%),
- taux d'impôt sur les sociétés de 25,8 %, conforme à la fiscalité en vigueur en France à la date d'évaluation,
- investissements de maintenance fixés à 0,6 % du chiffre d'affaires, en ligne avec la moyenne du plan,
- niveau de dépréciation calibré pour assurer une croissance des immobilisations cohérente avec celle du chiffre d'affaires.

Les flux de trésorerie prévisionnels sont détaillés en Annexe 6.

Taux d'actualisation

Nous avons retenu une méthodologie identique à celle détaillée précédemment pour *Heurus*.

Les paramètres de taux sans risque et de prime de risque de marché demeurent inchangés. Après analyse de l'échantillon de sociétés comparables (présenté en Annexe 6), nous avons retenu un coefficient bêta désendetté de 1,0.

La prime de risque spécifique, permettant de refléter le contexte de liquidation, a été fixée à 3,0% (comme décrit en partie 3.4.1.)

Ainsi, le taux d'actualisation retenu pour *Vindemia* ressort à 11,9%.

Dettes financières nettes et autres éléments d'actifs/passifs hors exploitation

Nous avons estimé l'endettement financier net de *Vindemia* à partir des comptes provisoires au 31/12/2024 (bilan simplifié présenté en Annexe 6). Le montant total de l'endettement financier net que nous retenons s'élève à 1,2 m€.

Résultats

A la Date d'Ouverture, la valeur des actions de *Vindemia* à 100%, estimée selon la méthode DCF en intégrant une prime de risque spécifique liée à la perspective de liquidation et à partir des informations disponibles à la date de rédaction du présent rapport, s'établit à 2,2 m€.

5.3.3. Estimation de la valeur des actions *UpToPlay*

Flux de trésorerie prévisionnels

UpToPlay est spécialisée dans la création et l'exploitation de complexes multi-activités (activités sports et loisirs, salles de séminaire, espace bar et restauration).

Pour mettre en œuvre la méthode DCF, nous nous sommes appuyés sur le plan d'affaires (comprenant uniquement un compte de résultat), transmis par le Management et couvrant la période 2025-2028. Ce plan d'affaires n'a pas fait l'objet d'une revue critique de notre part.

S'agissant des autres éléments constitutifs des flux de trésorerie, nous avons retenu une variation de BFR⁸⁴ nulle et un niveau d'investissement représentant 15,2% du chiffre d'affaires. Ce pourcentage a été déterminé à partir d'un échantillon de sociétés comparables cotées.

La valeur terminale a été calculée à horizon 2029, selon la méthode usuelle consistant à actualiser à l'infini un flux de trésorerie normatif estimé à cette date et égal au flux 2028 augmenté du taux d'inflation à long terme de 2,25%.

Les flux de trésorerie prévisionnels sont détaillés en Annexe 6.

Taux d'actualisation

Nous avons retenu une méthodologie identique à celle détaillée précédemment.

Les paramètres de taux sans risque et de prime de risque de marché demeurent inchangés. Après analyse de l'échantillon de sociétés comparables (présenté en Annexe 6), nous avons retenu un coefficient bêta désendetté de 1,1.

La prime de risque spécifique, permettant de refléter le contexte de liquidation, a été fixée à 3,0% (comme décrit en partie 3.4.1.).

Ainsi, le taux d'actualisation retenu pour *UpToPlay* ressort à 12,1%.

Dette financière nette et autres éléments d'actifs/passifs hors exploitation

Les éléments de passage pour obtenir la valeur des actions s'élèvent à (6,2) m€ et sont constitués de la dette financière nette et des comptes courants intragroupe, selon les balances générales à fin 2024 (voir le bilan simplifié présenté en Annexe 6).

⁸⁴ Besoin en Fond de Roulement.

Résultats

A la Date d'Ouverture, la valeur des actions d'*UpToPlay*, estimée selon la méthode DCF en intégrant une prime de risque spécifique liée à la perspective de liquidation, s'établit à -5,8 m€. Nous retenons donc une valeur des capitaux propres nulle.

5.3.4. Estimation de la valeur des actions Mayers

Mayers, spécialisée dans la construction hors-site, conçoit, fabrique et assemble des modules constructifs en bois en usine, destinés à être installés directement sur les chantiers. La société ayant été placée en liquidation le 12 novembre 2025⁸⁵, nous retenons une valeur des actions nulle dans nos travaux.

5.3.5. Conclusion sur la valeur des actions de Réalités Participations

Sur la base des travaux d'évaluation présentés ci-dessus, de la prise en compte des mécanismes de garanties et sûretés et des comptes courants passifs, la valeur des actions de *Réalités Participations* ressort à -26,8 m€ dans une perspective de liquidation.

Aucun coût de liquidation n'a été estimé pour la société.

⁸⁵ Les sociétés du pôle Mayers ont été placées en liquidation à des dates échelonnées : le 30 octobre 2024 pour *Mayers Ingénierie* et *Mayers Environnement*, puis le 12 novembre 2025 pour *Mayers Industrie* et *Mayers*.

Figure 17 | Valeur des actions de *Réalités Participations*

m€	REALITES PARTICIPATIONS
Valeur d'entreprise en propre	0,6
→ dont actifs existants	0,6
Titres de participation	4,9
→ dont titres de REALITES CARE (HEURUS)	0,9
→ dont titres de VINDEMI FINANCES	2,2
→ dont titres de UP2PLAY	-
→ dont titres de MAYERS	0,0
Comptes courants actifs recouvrables	3,1
Trésorerie	0,0
Valeur économique des actifs	8,6
dont actifs apportés en sûretés réelles	(0,6)
Dettes sociales	-
Dettes garanties par une sûreté réelle immobilière	-
Dettes fiscales	(0,2)
Dettes garanties par une sûreté réelle mobilière	(0,6)
Dettes chirographaires	(34,5)
→ dont fournisseurs	(1,8)
→ dont comptes courants passifs	(32,7)
→ dont remontées de passifs	-
Dettes chirographaires subordonnées	-
Valeur des actions	(26,8)

5.4. *Réalités Impact*

La société ne porte plus aucune activité, ni actif⁸⁶ et la plupart des entités détenues ont été placées en liquidation judiciaire.

Compte tenu de cette absence de perspectives, les seuls actifs de la société sont ceux comptabilisés aujourd'hui à son bilan et il apparaît peu probable que la société soit en mesure de rembourser ses comptes courants passifs. Les crédits carbone n'ont pas été réévalués, bien que des discussions soient en cours avec des acquéreurs potentiels⁸⁷.

Au total, compte tenu du compte courant passif de 18 m€ de la société vis-à-vis de *Réalités*, la valeur des actions est négative.

⁸⁶ Le bateau détenu par *Réalités Sailing Team* a été cédé début 2025 pour 4,0 m€

⁸⁷ Le Plan de Continuation intègre un produit de 1,7 m€ au titre de la cession des droits carbone

6. Estimation de la valeur des actions de *Réalités*

La valeur des actions de *Réalités* a été déterminée, selon la méthode de l'ANR, en remontant notamment la valeur des titres des sept principales participations directes, telle que présentée dans les sections précédentes. Nos travaux d'évaluation font ressortir une valeur nulle de ces titres.

Ainsi, la valeur économique des actifs de *Réalités* à la Date d'Ouverture est estimée à 59,7 m€, qui se répartissent de la manière suivante :

- 23,3 m€ d'immobilisations et actifs courants, dont 13,2 m€ de créances clients recouvrables⁸⁸, 6,0 m€ d'immobilisations corporelles et 4,1 m€ de créances diverses,
- 31,9 m€ de comptes courants actifs recouvrables, dont 11,8 m€ sur *Réalités International*, 7,3 m€ sur *Foncière Réalités* et 6,5 m€ sur *Réalités Participations*,
- 4,4 m€ de trésorerie.

Les passifs de *Réalités* sont constitués, au-delà des dettes financières faisant l'objet d'une description détaillée en section 2.3.3, de dettes fournisseurs (pour 13,2 m€) et de dettes constituées au titre des cautions qu'elle a accordé dans le cadre de garanties et activées dans la présente évaluation (pour 86,5 m€).

Par ailleurs, ont été intégrés 6,4 m€ de coûts de liquidation estimés comme la somme (i) des coûts associés au PSE pour 4,4 m€⁸⁹ et (ii) d'autres charges liées à des résiliations ou ruptures d'engagements (baux commerciaux, contrats télécom, flotte automobile), estimés à 2,0 m€⁹⁰,

Au total, la valeur des actions de *Réalités* est estimée à -247,6 m€, dans un contexte de liquidation.

⁸⁸ Le montant de créances clients de 35,1 m€ à la Date d'Ouverture a été ajusté au regard des taux de recouvrement des sociétés du Groupe porteuses de la contrepartie.

⁸⁹ A défaut d'avoir pu obtenir une information à la Date d'Ouverture, cette estimation repose sur l'estimation réalisée dans le cadre du plan de continuation, majoré d'une contribution complémentaire tenant compte du contexte de liquidation.

⁹⁰ Ces frais additionnels ne tiennent pas compte de remboursements éventuels d'indemnités d'immobilisation.

Figure 18 | Valeur des actions de Réalités

m€	REALITES
Valeur d'entreprise en propre	23,3
→ <i>dont actifs existants</i>	23,3
→ <i>dont flux futurs</i>	-
Titres de participation	0,0
Comptes courants actifs recouvrables	31,9
→ <i>dont REALITES PARTICIPATIONS</i>	6,5
→ <i>dont FONCIERE REALITES</i>	7,3
→ <i>dont BIRD 2</i>	1,3
→ <i>dont REALITES INTERNATIONAL</i>	11,8
→ <i>dont Autres</i>	5,0
Trésorerie	4,4
Valeur économique des actifs	59,7
→ <i>dont actifs apportés en sûretés réelles</i>	(12,7)
PSE et autres coûts de liquidation	(6,4)
Dettes sociales	(2,4)
Dettes fiscales	(6,4)
Dettes garanties par une sûreté réelle mobilière	(12,7)
Dettes chirographaires	(232,4)
→ <i>dont fournisseurs</i>	(13,2)
→ <i>dont emprunts bancaires</i>	(39,8)
→ <i>dont emprunts obligataires</i>	(10,2)
→ <i>dont autres dettes</i>	(3,2)
→ <i>dont trésorerie passive</i>	(0,0)
→ <i>dont provisions</i>	(0,7)
→ <i>dont autres passifs courants</i>	(2,1)
→ <i>dont comptes courants passifs</i>	(76,4)
→ <i>dont cautions octroyées</i>	(86,4)
→ <i>dont remontées de passifs</i>	(0,3)
Dettes chirographaires subordonnées	(47,0)
Valeur des actions de REALITES	(247,6)

7. Estimation de la valeur des actions des Sociétés du Périmètre

Sur la base des diligences effectuées, la valeur des actions des quatre Sociétés du Périmètre sont négatives à la Date d'Ouverture.

Figure 19 | Valeur des actions des Sociétés du Périmètre à la Date d'Ouverture

en m€	REALITES	REALITES MAITRISE D'OUVRAGE	BIRD AM	FINANCIERE REALITES
Valeur d'entreprise en propre	23,3	7,2	0,0	2,9
→ dont actifs existants	23,3	7,2	0,0	2,9
→ dont flux futurs	-	-	-	-
Titres de participation	0,0	0,0	0,0	0,1
Comptes courants actifs recouvrables	31,9	0,2	11,1	13,7
Trésorerie	4,4	0,2	0,1	0,1
Valeur économique des actifs	59,7	7,6	11,2	16,8
dont actifs apportés en sûretés réelles	(12,7)	-	-	(0,7)
PSE et autres coûts de liquidation	(6,4)	(8,7)	-	-
Dettes sociales	(2,4)	(6,9)	-	-
Dettes garanties par une sûreté réelle immobilière	-	-	-	-
Dettes fiscales	(6,4)	(10,3)	-	(0,5)
Dettes garanties par une sûreté réelle mobilière	(12,7)	-	-	(0,7)
Dettes chirographaires	(232,4)	(35,0)	(175,5)	(258,3)
→ dont fournisseurs	(13,2)	(13,1)	(0,0)	(0,5)
→ dont emprunts bancaires	(39,8)	-	-	-
→ dont emprunts obligataires	(10,2)	-	(113,7)	(13,3)
→ dont autres dettes	(3,2)	-	-	-
→ dont trésorerie passive	(0,0)	-	-	-
→ dont provisions	(0,7)	(0,5)	-	-
→ dont produits constatés d'avance	-	-	-	(0,2)
→ dont autres passifs courants	(2,1)	(0,1)	-	(0,0)
→ dont comptes courants passifs	(76,4)	(19,7)	(43,6)	(11,7)
→ dont cautions octroyées	(86,4)	-	(16,4)	(3,6)
→ dont remontées de passifs	(0,3)	(1,6)	(1,6)	(229,0)
Dettes chirographaires subordonnées	(47,0)	-	-	-
Valeur des actions	(247,6)	(53,3)	(164,3)	(242,6)

8. Synthèse des travaux

8.1. Contexte d'intervention

Par Ordonnance de Madame la Juge-Commissaire du 2 avril 2025 et du Tribunal de Commerce de Nantes du 4 avril 2025, *Accuracy* a été nommé en tant qu'expert financier. Cette nomination intervient dans le cadre de la procédure de redressement judiciaire, ouverte le 5 février 2025 (la « **Date d'Ouverture** ») à l'égard de certaines sociétés du groupe *Réalités*, et pour lesquelles un plan de redressement par voie de continuation avec constitution de classes de parties affectées doit être présenté.

Ces Sociétés du Périmètre sont au nombre de quatre :

- *Réalités SA*,
- *Réalités Maîtrise Ouvrage SAS*,
- *BIRD AM*,
- *Financière Réalités SARL*.

D'autres entités du Groupe (« **les Autres Sociétés du Périmètre** ») ont également fait l'objet de l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire à une date ultérieure : 27 filiales du Groupe sont placées en redressement judiciaire le 5 février 2025⁹¹, 27 autres filiales le 14 mai 2025⁹², une société projet le 24 septembre 2025⁹³ et une société projet le 1^{er} octobre 2025⁹⁴. A la différence des Sociétés du Périmètre, ces sociétés ne prévoient pas toutes des plans de redressement.

Nous rappelons qu'*Accuracy* a pour mission, selon les termes de cette Ordonnance, d'établir trois rapports ayant pour objet :

- une évaluation des Sociétés et des Autres Sociétés du Périmètre dans une perspective de liquidation, selon un scénario de réalisation des actifs pris isolément et un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur (le

⁹¹ 23 sociétés projets détenues directement ou indirectement par FIR (Groupe Réalités Immobilier Ouest, SCCV Petit Cher, SCCV Placis Vert, SCCV Vignancour, SNC Bondy FL 01, SCCV Brissac, SCCV Sand, SNC Viasilva, SNC Roi René, SNC Kerlena, SCCV La Barre, SCCV Alma Rive Ouest, SCCV Eglise Romane, SNC Equeurdreville, SCCV Pyrénées, SCCV Campus Claudel, SNC Toulouse, SCCV Hilard, SCCV Gare Ste Luce, SCCV Oiseau de Feu, SNC Aristide, SCCV Nationale, SCCV Royan Clémenceau), 2 sociétés projets détenues par FIR 2 (SCCV Simon et SCCV Basse St Eloi), une société projets détenue par FIR 12 (SCCV Interives) et une société projets détenue par BIRD AM (SAS Pottier).

⁹² FIR 12, FIR 10, FIR CDC, M&Co125, une société projets détenue par RMO (SCCV Bobigny) ainsi que 22 sociétés projets détenues directement ou indirectement par FIR (REALITESAMENAGEMENT, SCCV Gravelotte, SNC Massenet, SCCV Baudin, SCCV Horlogerie, SCCV Jean Bart, SCCV Caillette, SCCV Anatole France, SNC Docteur Roux, SNC Hayet, SCCV Albert, SCCV Labro Lenine, SCCV Le Havre, SCCV Viete 2, SCCV Comtesse de Ségur, SNC Ivry, SCCV Harteloire, SCCV Mareuil, SNC Louise Michel, SCCV Doumer, SCCV Meusnier et SCCV Adrienne).

⁹³ SNC Dunant (société projets détenue par FIR).

⁹⁴ SNC Les Ateliers de Quelle (société projets détenue par FIR).

-
- « **Rapport de Liquidation** »). L'intervention d'Accuracy est requise au titre de l'Article L. 626-31 du Code de Commerce, l'estimation de la valeur liquidative permettant de déterminer la répartition des produits entre les différents créanciers, conformément à l'ordre de priorité applicable en cas de liquidation.
- une évaluation des Sociétés et des Autres Sociétés du Périmètre dans une perspective de continuité d'exploitation (le « **Rapport de Continuité** »). L'estimation de la valeur dans une perspective de continuité est requise au titre de l'Article L. 626-32 du Code de Commerce afin de s'assurer du respect des critères légaux (notamment concernant l'identification des classes de créanciers ou de détenteurs de capital « dans la monnaie ») dans le cadre d'une application forcée interclasse.
 - une analyse de la répartition entre les classes de parties affectées de la valeur des actifs issue de l'évaluation dans une perspective de liquidation (le « **Rapport des Parties Affectées** »). Cette analyse est requise au titre de l'Article L 626-31 du Code de Commerce afin de s'assurer du respect du « test du meilleur intérêt », qui stipule qu'aucune partie affectée ne doit être moins bien traitée du fait du plan que dans une perspective de liquidation, lorsque certaines parties affectées rejettent le plan. Par ailleurs, cette analyse permet de s'assurer du respect des critères légaux concernant l'impossibilité pour un créancier de recevoir, selon les termes du plan, un montant supérieur à sa créance, dans le cadre d'une application forcée interclasse.

Le présent rapport concerne l'évaluation des Sociétés du Périmètre dans une perspective de liquidation.

8.2. Éléments structurants de nos travaux

Les grands principes mis en œuvre dans le cadre de nos travaux d'évaluation dans une perspective de liquidation sont les suivants.

- Le contexte de nos travaux rend nécessaire d'extérioriser une valeur individuelle des actions de chacune des Sociétés du Périmètre écartant toute approche consolidée. Cette approche est également privilégiée dans le contexte d'un groupe constitué d'une cascade d'entités.
- Pour l'estimation de la valeur des actions de chaque Société du Périmètre et de leurs filiales, nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur économique des actifs (ii) la valeur de l'endettement financier net, des actifs hors exploitation et des passifs courants, et enfin (iii) par le solde entre ces composantes, la valeur des actions. Ces valeurs sont ensuite remontées par transparence aux différentes holdings du Groupe jusqu'à la holding de tête *Réalités*. Les méthodes d'évaluation mises

en œuvre pour estimer la valeur économique des actifs différent selon la nature de l'activité.

- La valeur économique des actifs des Sociétés Projets a été déterminée à partir de (i) la valeur comptable des actifs inscrits à son bilan (stocks, créances clients) nette des produits constatés d'avance (« **PCA** »), (ii) d'ajustements éventuels des valeurs comptables et (iii) de la marge nette future actualisée. Une décote a ensuite été appliquée, en fonction de l'avancement du projet, pour tenir compte du contexte de liquidation (voir section 3.4.1). Comme c'est usuellement le cas pour les sociétés détenant des actifs immobiliers, la valeur des actions de *Foncière Réalités* a été déterminée selon la méthode de l'ANR, en réévaluant les actifs immobiliers détenus (directement ou indirectement).
- Pour les sociétés détenues par *Réalités Participations* ne faisant pas actuellement l'objet d'un process de cession, nous avons mis en œuvre la méthode DCF (ajustée des précautions nécessaires pour tenir compte des spécificités de la perspective liquidative), méthode la plus adaptée pour tenir compte des perspectives de développement de ces dernières.
- Dans la perspective de liquidation, nous nous sommes par ailleurs efforcés d'apprécier les implications liées au contexte dans lequel s'inscrivent nos travaux d'évaluation : prise en compte d'une décote sur la valeur des actifs, intégration des passifs additionnels liés aux coûts de liquidation et caducité de la valeur des déficits fiscaux reportables.
- Bien que nos travaux s'attachent à retranscrire de manière crédible les effets d'un scénario de liquidation, ils demeurent théoriques. Par conséquent, les résultats présentés dans ce rapport pourraient sensiblement diverger des produits obtenus en cas de liquidation judiciaire effective des Sociétés.
- Enfin, les analyses de la valeur liquidative conduites dans ce rapport relèvent d'une appréciation de la solvabilité à un instant donné consistant à comparer la valeur des actifs à celle des passifs. Ces analyses ne consistent pas à mesurer la capacité des Sociétés à faire face à leurs engagements financiers à court terme.

8.3. Valeur des actions des Sociétés du Périmètre dans une perspective de liquidation

Sur la base des diligences effectuées et des informations disponibles à la date de rédaction du présent rapport, la valeur des actions des quatre Sociétés du Périmètre sont négatives à la Date d'Ouverture.

Figure 20 | Valeur des actions des Sociétés du Périmètre à la Date d'Ouverture

en m€	REALITES	REALITES MAITRISE D'OUVRAGE	BIRD AM	FINANCIERE REALITES
Valeur d'entreprise en propre	23,3	7,2	0,0	2,9
→ dont actifs existants	23,3	7,2	0,0	2,9
→ dont flux futurs	-	-	-	-
Titres de participation	0,0	0,0	0,0	0,1
Comptes courants actifs recouvrables	31,9	0,2	11,1	13,7
Trésorerie	4,4	0,2	0,1	0,1
Valeur économique des actifs	59,7	7,6	11,2	16,8
dont actifs apportés en sûretés réelles	(12,7)	-	-	(0,7)
PSE et autres coûts de liquidation	(6,4)	(8,7)	-	-
Dettes sociales	(2,4)	(6,9)	-	-
Dettes garanties par une sûreté réelle immobilière	-	-	-	-
Dettes fiscales	(6,4)	(10,3)	-	(0,5)
Dettes garanties par une sûreté réelle mobilière	(12,7)	-	-	(0,7)
Dettes chirographaires	(232,4)	(35,0)	(175,5)	(258,3)
→ dont fournisseurs	(13,2)	(13,1)	(0,0)	(0,5)
→ dont emprunts bancaires	(39,8)	-	-	-
→ dont emprunts obligataires	(10,2)	-	(113,7)	(13,3)
→ dont autres dettes	(3,2)	-	-	-
→ dont trésorerie passive	(0,0)	-	-	-
→ dont provisions	(0,7)	(0,5)	-	-
→ dont produits constatés d'avance	-	-	-	(0,2)
→ dont autres passifs courants	(2,1)	(0,1)	-	(0,0)
→ dont comptes courants passifs	(76,4)	(19,7)	(43,6)	(11,7)
→ dont cautions octroyées	(86,4)	-	(16,4)	(3,6)
→ dont remontées de passifs	(0,3)	(1,6)	(1,6)	(229,0)
Dettes chirographaires subordonnées	(47,0)	-	-	-
Valeur des actions	(247,6)	(53,3)	(164,3)	(242,6)

8.4. Conclusion de nos travaux

Nos conclusions sur l'évaluation des Sociétés du Périmètre s'appuient sur les considérations suivantes.

- Nos travaux reposent sur un scénario de liquidation et non sur le Plan de Continuation qui ne peut se considérer que dans une perspective de continuité d'exploitation. Ce Plan de Continuation intégrant notamment le développement de nouveaux projets, la mise en œuvre de la co-promotion, de cessions d'actifs futures.
- Compte tenu de la communication publique d'une situation de redressement judiciaire et donc du projet de liquidation qui pourrait avoir lieu, nous nous

sommes efforcés d'en apprécier les effets possibles à travers notamment la prise en compte de décotes, établies selon la nature des actifs liquidés.

- L'estimation des coûts de liquidation intègre les coûts de licenciement du personnel ainsi que de coûts de fonctionnements qui devraient être supportés pendant la période nécessaire à la mise en œuvre du projet de liquidation.

Il ressort de nos travaux que la valeur des actions des sociétés *BIRD AM*, *FIR*, *RMO* et *Réalités* est nulle. Cette valeur nulle suppose l'abandon ou la conversion d'au moins une partie des comptes courants envers les autres entités du Groupe et ses actionnaires ainsi qu'une partie des dettes financières externes. S'agissant de *Réalités*, ceci peut également supposer l'abandon ou la conversion en capitaux propres d'une partie des dettes financières externes.

Paris, le 19 décembre 2025

Pour *Accuracy*,

Henri Philippe

Associé

Eléonore Sibieude

Directrice

Thomas Libs

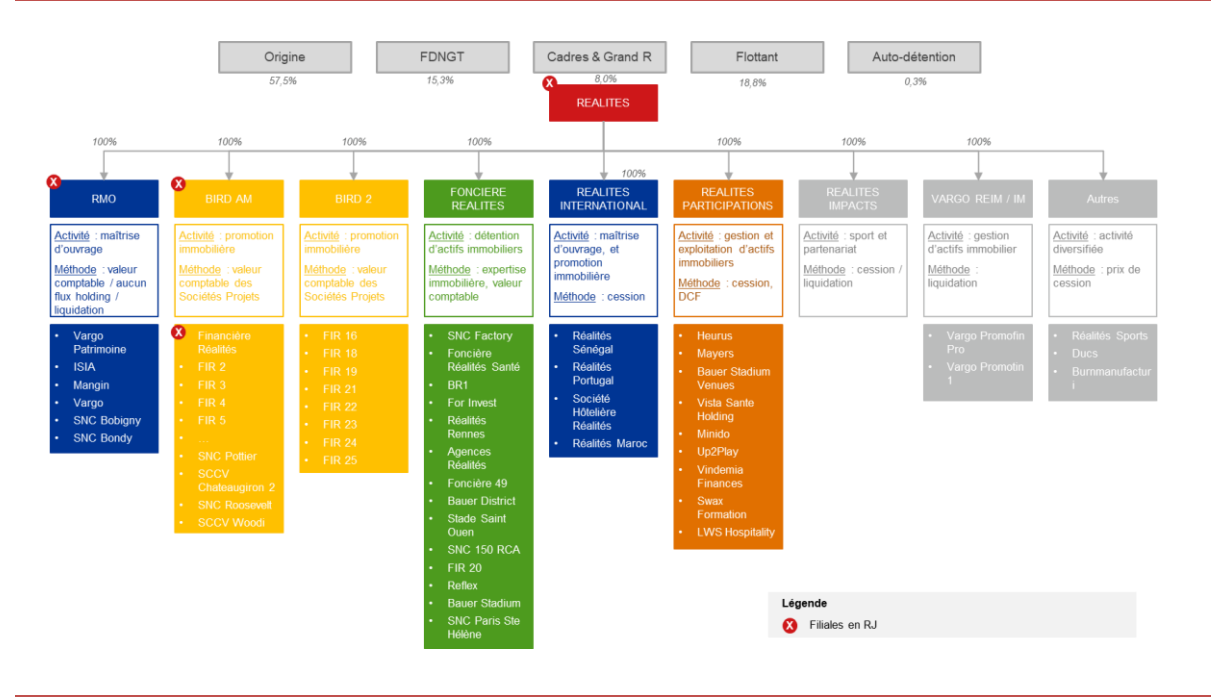
Directeur

Annexes

Annexe 1.	Organigramme du Groupe en février 2025	69
Annexe 2.	Valeur des actions des Sociétés du Périmètre au 30/11/2025.....	70
Annexe 3.	Valeur des actions des Autres Sociétés du Périmètre	72
Annexe 4.	Détermination du taux d'actualisation	75
Annexe 5.	Pôle MO France	81
Annexe 6.	Réalités Participations.....	83

Annexe 1. Organigramme du Groupe en février 2025

Figure 21 | Organigramme détaillé du Groupe - Février 2025



Annexe 2. Valeur des actions des Sociétés du Périmètre au 30/11/2025

Compte tenu du délai observé entre la Date d'Ouverture et la date à laquelle les Classes de Parties seront convoquées et appelées à se prononcer sur le projet de plan, nous présentons, ci-après, une estimation de la valeur des actions des Sociétés du Périmètres au 30 novembre 2025.

Cette estimation repose sur les mêmes informations que celles utilisées pour l'estimation des valeurs à la Date d'Ouverture (balances générales, plan d'affaires, informations de cession, etc.). Les seules modifications portent sur (i) l'effet de l'écoulement du temps et (ii) l'évolution des conditions de marché, intégrés à travers les deux ajustements suivants :

- Rémunération du risque et du temps : Les flux de trésorerie prévisionnels ont été actualisés au 30 novembre 2025, afin d'intégrer la rémunération du temps entre la Date d'Ouverture et la date du présent rapport. Les flux des onze premiers mois de 2025 ont été considérés comme certains et n'ont donc pas été actualisés. Cet ajustement concerne (i) les Autres Filiales Opérationnelles de *Réalités Participations* valorisées par la méthode DCF (*Heurus*, *Vindémia Finances* et *UpToPlay*) et (ii) les Sociétés Projets du Pôle Promotion France disposant d'un permis de construire, dont la valeur est fonction de la marge nette prévisionnelle actualisée.
- Evolution des conditions de marché : Les coefficients bêta utilisés dans l'estimation de la valeur des actifs de ces sociétés ont été mis à jour à la date du 30 novembre 2025. Les niveaux des coefficients bêta demeurent globalement stables, à l'exception de *Vindémia*, dont le bêta est ajusté de 1,0 à 0,9. Pour rappel, la détermination des autres paramètres de taux d'actualisation relève d'une approche normative détaillée en section Annexe 4.

Au total, la progression de la valeur des actions des Sociétés du Périmètre entre la Date d'Ouverture et le 30 novembre 2025 est marginale.

Figure 22 | Valeur des actions des Sociétés du Périmètre au 30 novembre 2025

en m€	REALITES	REALITES MAITRISE D'OUVRAGE	BIRD AM	FINANCIERE REALITES
Valeur d'entreprise en propre	23,4	7,2	0,0	2,9
→ dont actifs existants	23,4	7,2	0,0	2,9
→ dont flux futurs	-	-	-	-
Titres de participation	0,0	0,0	0,1	0,1
Comptes courants actifs recouvrables	32,9	0,2	11,3	13,8
Trésorerie	4,4	0,2	0,1	0,1
Valeur économique des actifs	60,7	7,6	11,5	16,9
dont actifs apportés en sûretés réelles	(12,7)	-	-	(0,7)
PSE et autres coûts de liquidation	(6,4)	(8,7)	-	-
Dettes sociales	(2,4)	(6,9)	-	-
Dettes garanties par une sûreté réelle immobilière	-	-	-	-
Dettes fiscales	(6,4)	(10,3)	-	(0,5)
Dettes garanties par une sûreté réelle mobilière	(12,7)	-	-	(0,7)
Dettes chirographaires	(232,2)	(35,0)	(175,5)	(258,3)
→ dont fournisseurs	(13,2)	(13,1)	(0,0)	(0,5)
→ dont emprunts bancaires	(39,8)	-	-	-
→ dont emprunts obligataires	(10,2)	-	(113,7)	(13,3)
→ dont autres dettes	(3,2)	-	-	-
→ dont trésorerie passive	(0,0)	-	-	-
→ dont provisions	(0,7)	(0,5)	-	-
→ dont produits constatés d'avance	-	-	-	(0,2)
→ dont autres passifs courants	(2,1)	(0,1)	-	(0,0)
→ dont comptes courants passifs	(76,4)	(19,7)	(43,6)	(11,7)
→ dont cautions octroyées	(86,2)	-	(16,4)	(3,6)
→ dont remontées de passifs	(0,3)	(1,6)	(1,6)	(229,0)
Dettes chirographaires subordonnées	(47,0)	-	-	-
Valeur des actions au 30 novembre 2025	(246,4)	(53,3)	(164,0)	(242,6)
Valeur des actions à la Date d'Ouverture	(247,6)	(53,3)	(164,3)	(242,6)
Différences	1,2	0,0	0,3	(0,0)

Annexe 3. Valeur des actions des Autres Sociétés du Périmètre à la Date d'Ouverture

Figure 23 | Valeur des actions des Autres Sociétés du Périmètre à la Date d'Ouverture – FIR & M&CO125

en m€	Valeur des actifs	Valeur des passifs	Valeur des actions
FIR 12	0,6	(14,5)	(13,9)
FIR 10	1,6	(26,5)	(24,9)
FIR CDC	0,7	(24,2)	(23,5)
M&CO 125	0,6	(8,1)	(7,5)
REALITES AMENAGEMENT	1,6	(11,5)	(9,8)

- Les passifs de FIR 12 sont principalement composés d'un emprunt obligataire de (9,7) m€ auprès d'*Origine*, garantie en sûreté réelle par *Réalités*.
- Les passifs de FIR 10 sont principalement composés de (10,5) m€ d'instruments de quasi-equity et (9,8) m€ de comptes courants passifs.
- Les passifs de FIR CDC sont principalement composés de remontées de comptes courants, pour (22,9) m€.
- Les passifs de M&CO 125 sont principalement composés d'un emprunt obligataire de (3,8) m€ auprès de *M Capital*, garantie en sûreté personnelle par *Réalités* et de remontées de passif en provenance de la SNC *Talards*.
- Les passifs de *Réalités Aménagement* sont principalement composés de dettes fiscales pour (8,4) m€.

Figure 24 | Valeur des actions des Autres Sociétés du Périmètre à la Date d'Ouverture - SNC

en m€	Valeur des actifs	Valeur des passifs	Valeur des actions
SNC ARISTIDE	0,3	(3,3)	(3,0)
SNC BONDY FL 01	0,1	(2,4)	(2,2)
SNC DU ROI RENE	0,0	(1,6)	(1,6)
SNC EQUEURDEVILLE	0,2	(1,1)	(0,9)
SNC KERLENA	0,1	(2,3)	(2,2)
SNC TOULOUSE	0,9	(2,9)	(2,0)
SNC VIASILVA	1,2	(5,7)	(4,5)
SNC VIGNANCOUR	0,1	(0,6)	(0,5)
SNC MASSENET	0,0	(22,1)	(22,1)
SNC DOCTEUR ROUX	0,1	(0,5)	(0,3)
SNC HAYET	0,2	(0,8)	(0,5)
SNC IVRY	1,1	(6,9)	(5,8)
SNC LOUISE MICHEL	0,0	(0,3)	(0,3)

Figure 25 | Valeur des actions des Autres Sociétés du Périmètre à la Date d'Ouverture - SCCV

en m€	Valeur des actifs	Valeur des passifs	Valeur des actions
SCCV ALMA RIVE OUEST	0,1	(0,6)	(0,6)
SCCV BASSE SAINT ELOI	0,1	(0,8)	(0,7)
SCCV BRISSAC	(0,7)	(0,6)	(1,4)
SCCV CAMPUS CLAUDEL	0,1	(0,5)	(0,4)
SCCV CLEMENCEAU	0,1	(1,4)	(1,3)
SCCV EGLISE ROMANE	0,3	(1,9)	(1,6)
SCCV GARE STE LUCE	0,0	(0,7)	(0,7)
SCCV HILARD	0,1	(0,4)	(0,3)
SCCV INTERIVES	0,8	(4,6)	(3,8)
SCCV LA BARRE	0,0	(0,4)	(0,4)
SCCV NATIONALE	0,1	(0,8)	(0,7)
SCCV OISEAU DE FEU	0,0	(0,4)	(0,3)
SCCV PETIT CHER	0,1	(1,1)	(1,0)
SCCV PLACIS VERT	0,1	(1,2)	(1,0)
SCCV PYRENEES	0,1	(0,6)	(0,6)
SCCV SAND	0,0	(0,6)	(0,6)
SCCV SIMON	0,1	(0,4)	(0,2)
SCCV GRAVELOTTE	0,1	(4,1)	(4,0)
SCCV BAUDIN	0,0	(6,7)	(6,7)
SCCV HORLOGERIE	0,0	(6,3)	(6,3)
SCCG JEAN BART	0,0	(1,8)	(1,8)
SCCV CAILLETTE	0,8	(2,3)	(1,4)
SCCV ANATOLE France	0,0	(2,7)	(2,7)
SCCV ALBERT	0,0	(0,4)	(0,4)
SCCV LABRO LENINE	0,1	(0,6)	(0,5)
SCCV LE HAVRE	0,0	(0,2)	(0,2)
SCCV VIETE 2	0,0	(0,1)	(0,1)
SCCV COMTESSE DE SEGUR	0,0	(1,1)	(1,1)
SCCV HARETLOIRE	0,1	(0,3)	(0,2)
SCCV MAREUIL	0,1	(0,7)	(0,6)
SCCV DOUMER	0,0	(1,8)	(1,8)
SCCV MEUSNIER	0,0	(0,3)	(0,3)
SCCV ADRIENNE	0,0	(0,2)	(0,2)

Annexe 4. Détermination du taux d'actualisation

Approche générale

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les flux de trésorerie espérés de la Société évaluée. Le taux d'actualisation à utiliser, couramment désigné par l'acronyme WACC, peut être estimé de deux manières différentes. Par définition, il correspond au taux de rentabilité exigé sur l'actif économique de l'entreprise (ou « coût d'opportunité du capital ») qui est la source des *free cash-flows* ; par construction, il est aussi égal à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette pondérée par le poids relatif de ces deux sources de financement dans le *pool* de ressources mis à disposition de l'entreprise (soit la définition littérale du WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*).

L'approche du coût moyen pondéré du capital est retenue par la plupart des évaluateurs. Elle conduit malheureusement à prendre en compte les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise grâce à la déductibilité des frais financiers) et à ignorer les facteurs moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites de la dette et notamment la moindre flexibilité financière). Par ailleurs, sur le plan calculatoire, cette approche permet de réduire le WACC pour des leviers financiers croissants, alors que la finance considère depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) que la structure financière n'a pas d'impact sur la valeur de l'actif économique de l'entreprise. Enfin, elle est source d'erreurs et de confusions dans sa mise en œuvre, qui est relativement complexe.

Pour cette raison, nous préférons utiliser l'approche alternative selon laquelle les flux espérés sont actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »). Ce taux correspond à la rentabilité exigée par les investisseurs sur l'actif économique de l'entreprise. Pour obtenir ce coût d'opportunité du capital, nous estimons le niveau de risque de l'activité en utilisant un cadre méthodologique cohérent, qui ne sous-estime pas les coûts implicites de la dette, et recourons au Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*) selon lequel le coût d'opportunité du capital (k_a) est égal à :

$$k_a = R_F + \beta_a \times P_{RM}$$

où : R_F = taux d'intérêt sans risque ou loyer de l'argent

β_a = coefficient bêta de l'activité

P_{RM} = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

Nous retenons un taux d'intérêt sans risque (R_F) de 3,25 % et une prime de risque moyenne anticipée du marché actions (P_{RM}) de 5,5%.

Coefficient bêta de l'activité (β_a)

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché.

Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur une longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15 % sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente à l'aide de la formule de Harris et Pringle qui reflète une vision prudente des effets bénéfiques de la dette.

Les indices de référence utilisés sont les indices *S&P 500 USA* pour les sociétés américaines, *Eurostoxx 600* pour les sociétés européennes et le *M World Index* pour les autres entreprises, celles-ci étant par ailleurs internationales.

Taux d'intérêt sans risque exigé par les investisseurs (R_f)

La crise financière de 2007-2009 et la crise des dettes publiques en Europe ont ouvert une période de volatilité inhabituelle des taux de rendement servis par les emprunts d'État.

Peu après le début de la crise, la Fed et la Banque Centrale Européenne ont rapidement baissé leurs taux d'intérêt indicateurs (à près de 0%), entraînant une chute des rendements actuariels des obligations d'État. La crise des dettes souveraines a ensuite marqué une certaine polarisation au sein de la zone euro avec (i) d'un côté une baisse des taux de rendement dans les pays considérés comme « sûrs » en termes de risque de crédit (*flight-to-quality*) et (ii) de l'autre une forte hausse des taux de rendement dans les pays tels que la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie ou le Portugal.

En outre, afin de soutenir leurs économies, la Fed, suivie par la BCE, a eu recours à l'injection massive de capitaux via le rachat d'instruments financiers (*quantitative*

easing ou QE). Conséquence directe de cette politique, les taux de rendement des obligations souveraines ont enregistré une forte baisse jusqu'à extérioriser des niveaux inférieurs aux perspectives d'inflation.

Si une telle situation peut s'envisager à court/moyen terme, elle n'est pas acceptable sur le long terme, car elle viendrait remettre en question la notion même de valeur temporelle de l'argent (ou « *time value of money* ») à la base des modèles d'évaluation usuels. Dans un tel contexte, nous considérons que les rendements actuariels observés sur les obligations d'État ne constituent pas une référence de taux sans risque satisfaisante et préconisons, depuis 2012, de recourir à une approche normative de détermination du taux sans risque nominal, dérivée de l'équation de Fisher :

Taux sans risque (nominal) = taux d'intérêt réel + inflation attendue à long terme

Le début de l'année 2022 marque cependant un point d'inflexion majeur des politiques monétaires des banques centrales. En effet, la reprise économique au sortir de la crise sanitaire ainsi que le conflit Ukrainien ont provoqué le retour d'une inflation plus élevée et moins transitoire que prévu. Afin d'endiguer le risque de développement d'une spirale « prix-salaires » dans un contexte de tensions sur le marché du travail, les banques centrales ont entamé en 2022 un cycle de resserrement monétaire de forte ampleur, marquant la fin des politiques expansionnistes observées depuis la crise financière de 2007-2009. Conséquence du resserrement monétaire engagé, les taux de rendement actuariels des obligations d'État se sont fortement appréciés depuis le début de l'année 2022, opérant un retour vers la moyenne historique après près d'une décennie de taux d'intérêt anormalement bas.

Dans un contexte de forte variabilité des taux d'intérêt et constatant que, malgré la hausse observée depuis le début de l'année 2022, les taux réels servis par les obligations d'État à 10 ans de la zone euro demeurent proches de zéro, nous maintenons notre préconisation de recourir à une approche normative.

L'approche normative préconisée consiste ainsi à estimer, d'une part, le taux d'intérêt réel et, d'autre part, un taux d'inflation attendu à long terme cohérent avec celui retenu pour l'estimation du taux de croissance perpétuel.

S'agissant du taux d'intérêt réel, nous retenons un taux d'intérêt réel exigé par les investisseurs sur une maturité courte de 1,0%, en ligne, par exemple, avec le rendement moyen des bons du Trésor observé sur la période 1900-2023 par *Dimson, Marsh et Staunton*⁹⁵ au Canada (1,4 %), en Grande-Bretagne (1,1 %) et aux États-Unis (0,6 %). Ces quelques références excluent volontairement les pays européens (Allemagne, France et Italie notamment) où le taux de rentabilité moyen est négatif,

⁹⁵ *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook* (Édition 2023), Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton.

l'évolution du taux d'inflation sur la période considérée ayant parfois réservé de bien mauvaises surprises aux épargnants.

S'agissant du taux d'inflation anticipé dans la zone euro, le taux d'inflation observé depuis la création de la zone Euro n'a qu'en de très rares exceptions dépassé l'objectif de 2,0%⁹⁶ fixé par la BCE. Ce niveau d'inflation limité s'expliquait essentiellement par (i) une mondialisation croissante des échanges et le rôle toujours plus important joué par la Chine dans la production de biens consommés en Europe, (ii) un marché du travail relativement sage dans un contexte de croissance économique modérée et de gains de productivité.

Nous considérons cependant que ces facteurs pourraient être remis en cause et que l'inflation anticipée à moyen long terme pourrait être plus élevée que par le passé. En effet, la mondialisation pourrait connaître une phase de reflux, sous l'effet d'un phénomène de relocalisation de la production, dicté par des considérations de souveraineté économique et/ou géopolitique ou encore des impératifs environnementaux. De plus, les évolutions démographiques et sociétales pourraient introduire un nouveau rapport de force sur le marché du travail se traduisant par une plus forte progression des salaires qu'auparavant. Pour ces deux raisons, nous considérons que l'objectif de 2,0%⁹⁷ fixé par la BCE est désormais conservateur et retenons un taux d'inflation légèrement plus élevé à 2,25%.

Ce niveau est en ligne avec le taux d'inflation prévu par la BCE⁹⁸ pour l'année 2024 et reste dans le bas de fourchette des références actuellement disponibles pour la zone Euro :

- Swap d'inflation 5 ans dans 5 ans : 2,5% à fin Juin 2023,
- point mort d'inflation : 2,9%⁹⁹ en France et 2,4%¹⁰⁰ en Allemagne à fin juin 2023,
- prévision d'inflation établie par la BCE : 3,0% en 2024 et 2,2% en 2025¹⁰¹,
- prévision d'inflation à moyen terme tirée de l'enquête des prévisionnistes professionnels conduite par la BCE de 2,2%¹⁰²,
- consensus d'inflation Bloomberg pour la zone Euro de 2,2% en 2025¹⁰³.

⁹⁶ Particulièrement sur la base du taux d'inflation dit « noyau dur » ou « core », qui exclut les fluctuations liées à l'énergie, l'alimentation et le tabac, jugé par la BCE comme plus représentatif de l'évolution structurelle des prix.

⁹⁷ BCE, Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE, 8 juillet 2021

⁹⁸ BCE, Prévisions économiques trimestrielles, juin 2022.

⁹⁹ Calculé par différence entre les rendements actuariels des obligations indexées et non indexées de maturité proche de 10 ans.

¹⁰⁰ Calculé par différence entre les rendements actuariels des obligations indexées et non indexées de maturité proche de 10 ans.

¹⁰¹ Projections macroéconomiques des services de la BCE pour la zone euro, juin 2023.

¹⁰² BCE, Survey of professional forecasters, juin 2023.

¹⁰³ Bloomberg au 30 juin 2023.

Sur ces bases, notre estimation du taux d'inflation à long terme pour la zone euro s'élève à 2,25%.

Au total, le taux d'intérêt sans risque (R_F) retenu dans le cadre de cette approche normative s'établit à 3,25 % (soit : 1,0 % + 2,25 %).

Prime de risque de marché anticipé (P_{RM})

S'agissant de la prime de risque de marché (P_{RM}), nous nous référons à nouveau aux travaux de *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* qui s'appuient sur une approche dite « historique ajustée ». En effet, les deux approches traditionnellement utilisées pour estimer la P_{RM} (approche historique et approche prospective) ne permettent pas d'obtenir des estimations suffisamment fiables et cohérentes dans le temps de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché actions.

Dans l'édition 2024 du *UBS Global Investment Return Yearbook*, *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* se fondent ainsi sur 124 années de données pour estimer à 5,0% la P_{RM} (par rapport à un taux sans risque basé sur les bons du Trésor).

Bien que cette estimation soit cohérente avec l'estimation obtenue dans leur étude initiale de 2006, nous estimons que la stabilité de la P_{RM} estimée depuis le début des années 2000 peut être questionnée au regard des trois considérations suivantes.

- En premier lieu, après la fin de la guerre froide et l'avènement d'une mondialisation heureuse, les attentats du 11 septembre 2001 ont marqué un vrai changement dans la perception du risque géopolitique par les investisseurs, la visibilité offerte par la pérennité supposée de l'opposition Est-Ouest ayant fait place au sentiment d'insécurité provoqué par un multilatéralisme jugé incontrôlable.
- En deuxième lieu, la crise financière et boursière d'octobre 2008 a mis en lumière un risque systémique qui vient clairement limiter l'intérêt de la diversification internationale en termes de réduction du risque.
- En troisième lieu, alors qu'elle aurait dû favoriser la consommation et l'investissement en actifs risqués, la persistance de taux d'intérêt très bas en Europe et même l'avènement de taux d'intérêt négatifs ont paradoxalement provoqué une nette augmentation de l'épargne en actifs sûrs, ce qui traduit chez les investisseurs une peur indubitable du futur et un degré d'aversion pour le risque particulièrement élevé.

Au vu de ces éléments, il nous semble plausible que le mouvement de baisse enregistrée par la prime exigée observée sur la deuxième moitié du siècle dernier se soit inversé au début des années 2000 (augmentation de la prime de risque).

Cette hypothèse nous conduit donc à retenir une P_{RM} légèrement plus élevée que celle estimée par *Elroy Dimson*, *Paul Marsh* et *Mike Staunton*. La prime de risque de marché retenue s'élève ainsi à 5,5 %.

Annexe 5. Pôle MO France

Annexe 5.1. Taux d'actualisation

Pour déterminer le coefficient bêta désendetté des Sociétés Projets, nous avons constitué un échantillon de cinq sociétés comparables cotées opérant dans le domaine de la promotion immobilière en Europe et Amérique du nord. Nous avons retenu un coefficient bêta désendetté de 1,0, correspondant à la moyenne des coefficients de l'échantillon observé sur 5 ans.

Figure 26 | Coefficient bêta désendetté Sociétés Projets

#	Nom des comparables	Pays	R² des bêtas equity				Lever moyen				Bêtas désendettés			
			2y	3y	4y	5y	2y	3y	4y	5y	2y	3y	4y	5y
1	Nexity SA	France	12 %	12 %	3 %	12 %	2,3	2,0	1,6	1,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	BASSAC Société anonyme	France	1 %	2 %	10 %	16 %	0,5	0,5	0,3	0,3	n.a.	n.a.	n.a.	0,7
3	Kaufman & Broad S.A.	France	13 %	20 %	25 %	24 %	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	n.a.	1,1	1,2	1,1
4	Capelli SA	France	2 %	4 %	3 %	11 %	18,9	14,5	11,4	9,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Hexaom S.A.	France	2 %	7 %	15 %	23 %	(0,5)	(0,4)	(0,3)	(0,2)	n.a.	n.a.	n.a.	1,3
Moyenne											n.a.	1,1	1,2	1,0
Ecart type											n.a.	-	-	25 %

Minimum R²: 15,0%

Source : Capital IQ

Le taux d'actualisation utilisé pour actualiser les marges restant à recouvrir des Sociétés Projets ressort à 8,75%, sur la base d'un coefficient beta de 1,0 précédemment déterminé, d'un taux sans risque de 3,25% et d'une prime de risque marché de 5,50%.

Annexe 5.2. Décote induite par les cessions récentes

Figure 27 | Décote induite sur les cessions récentes

en k€	Date de cession	Valeur de cession	Actif comptable	Marge prévision. actualisée	Valeur d'actif	Décote implicite
DOCK 2 - R10	27/12/2024	1 438	1 116	779	1 895	(24,1)%
SCCV FARJON	14/02/2025	270	4 253	-	4 253	(93,7)%
SCCV GEORGE SAND	27/11/2024	544	602	579	1 182	(54,0)%
SCCV HEDOUIN	26/02/2025	490	1 669	-	1 669	(70,6)%
SCCV LA VOISIER	29/12/2024	851	1 235	570	1 805	(52,9)%
SCCV ODEON	27/11/2024	489	743	396	1 139	(57,1)%
SNC EUGENE	23/12/2024	1 828	4 869	-	4 869	(62,4)%
SNC PONTCHAILLOU	12/12/2024	2 571	2 298	-	2 298	11,9 %
SCCV HARPIGNIES	02/12/2024	130	129	19	148	(12,7)%
SCCV EQUINOXE	12/12/2024	76	212	241	453	(83,3)%
SCCV LABORDE	29/07/2025	31	292	-	292	(89,4)%
SCCV LES MATHES	24/03/2025	300	1 357	-	1 357	(77,9)%
SCCV MELVILLE	24/10/2025	127	577	-	577	(77,9)%
SCCV ROMPI	04/04/2025	570	935	-	935	(39,0)%
SCCV CANTON	01/08/2025	99	294	-	294	(66,3)%
SCCV TOURVILLE	14/05/2025	851	1 664	-	1 664	(48,9)%
SNC JACQUES DE THEZAC	07/10/2025	155	433	-	433	(64,2)%
SNC ILOT F	27/10/2025	1 584	5 624	-	5 624	(71,8)%
SCCV SON-TAY	04/07/2025	120	1 231	-	1 231	(90,2)%
SNC VILLE BIAIS	06/06/2025	725	1 680	-	1 680	(56,8)%
SCCV KERVASCLET	en cours	419	750	-	750	(44,1)%
SNC LES VILLES DOREES	29/10/2025	780	11 542	-	11 542	(93,2)%
Cession regroupée ¹	30/09/2024	51	(183)	372	189	(73,1)%
SCCV GRAMMONT	12/09/2025	391	598	-	598	(34,6)%
Total		14 890	43 921	2 956	46 878	(68,2)%
1er quartile						(77,9)%
2ème quartile						(63,3)%
3ème quartile						(45,3)%

Note [1] : Cession regroupée de 4 sociétés projets (SNC FAE Epinay, SNC FAE Vendee, SNC Cateline et SNC Du Relais)

Annexe 6. Réalités Participations

Annexe 6.1. Plan d'affaires

Annexe 6.1.1. Heurus

Figure 28 | Plan d'affaires *Heurus* (2025-2035)

en k€	2024 <i>R</i>	2025 <i>BP</i>	2026 <i>BP</i>	2027 <i>BP</i>	2028 <i>BP</i>	...	2035 <i>BP</i>	Année Norm.
CA	17 752	11 755	13 465	15 718	17 168		21 257	21 735
% croissance	<i>n.a.</i>	(33,8)%	14,5 %	16,7 %	9,2 %		2,6 %	2,3 %
EBITDA	(8 657)	(1 642)	1 129	1 804	2 412		4 093	2 938
% du CA	(48,8)%	(14,0)%	8,4 %	11,5 %	14,0 %		19,3 %	13,5 %
Capex	(1 166)	(272)	(195)	(158)	(491)		(435)	(445)
Var. BFR	484	1 034	377	(182)	(169)		112	186
IS	(90)	-	-	-	(209)		(728)	(647)
Free Cash Flow	(9 428)	(880)	1 311	1 464	1 543		3 042	2 032

Source : IBR Oderis

Figure 29 | Plan d'affaires sensibilisé *Heurus* (2025-2035)

en k€	2024 <i>R</i>	2025 <i>BP</i>	2026 <i>BP</i>	2027 <i>BP</i>	2028 <i>BP</i>	...	2035 <i>BP</i>	Année Norm.
CA	17 752	11 360	12 837	14 631	16 403		21 006	21 479
% croissance	<i>n.a.</i>	(36,0)%	13,0 %	14,0 %	12,1 %		2,6 %	2,3 %
EBITDA	(8 657)	(1 642)	513	1 105	1 449		3 870	2 424
% du CA	(48,8)%	(14,5)%	4,0 %	7,6 %	8,8 %		18,4 %	11,3 %
Capex	(1 166)	(272)	(195)	(158)	(491)		(435)	(445)
Var. BFR	484	783	262	(346)	27		113	184
IS	(90)	-	-	-	(209)		(728)	(514)
Free Cash Flow	(9 428)	(1 131)	580	601	776		2 820	1 648

Source : IBR Oderis

Annexe 6.1.2. Vindemia

Figure 30 | Plan d'affaires Vindemia (2025-2029)

en k€	2024 <i>R</i>	2025 <i>BP</i>	2026 <i>BP</i>	2027 <i>BP</i>	2028 <i>BP</i>	2029 <i>BP</i>	Année Norm.
CA	13 490	13 892	14 392	15 522	16 828	18 140	18 548
% croissance	<i>n.a.</i>	3,0 %	3,6 %	7,9 %	8,4 %	7,8 %	2,3 %
EBITDA	(72)	(40)	226	481	701	916	644
% du CA	(0,5)%	(0,3)%	1,6 %	3,1 %	4,2 %	5,1 %	3,5 %
Capex		-	(122)	(101)	(67)	(115)	(117)
Var. BFR		3	4	9	10	10	13
IS		-	(38)	(103)	(157)	(215)	(145)
Free Cash Flow		(37)	70	286	488	596	395

Annexe 6.1.3. 5.1.3. UpToPlay

Figure 31 | Plan d'affaires UpToPlay (2025-2028)

en k€	2024 <i>R</i>	2025 <i>BP</i>	2026 <i>BP</i>	2027 <i>BP</i>	2028 <i>BP</i>	Année Norm.
CA	8 270	8 173	8 392	8 584	8 755	8 952
% croissance	<i>n.a.</i>	(1,2)%	2,7 %	2,3 %	2,0 %	2,3 %
EBITDA	730	1 232	1 400	1 384	1 400	1 431
% du CA	8,8 %	15,1 %	16,7 %	16,1 %	16,0 %	16,0 %
Capex	(1 261)	(1 246)	(1 279)	(1 309)	(1 335)	(1 365)
Var. BFR	-	-	-	-	-	-
IS	-	-	-	-	(25)	(33)
Free Cash Flow	(531)	(14)	121	75	40	34

Annexe 6.2. Coefficients bêta désendetté

Annexe 6.2.1. Heurus

Figure 32 | Coefficient bêta désendetté Heurus

#	Nom des comparables	Pays	R² des bêtas equity				Lever moyen				Bêtas désendettés			
			2y	3y	4y	5y	2y	3y	4y	5y	2y	3y	4y	5y
1	Clariane SE	France	10 %	10 %	3 %	6 %	10,1	8,4	6,8	5,8	0,6	0,5	n.a.	0,5
2	emeis Société anonyme	France	1 %	1 %	1 %	3 %	42,3	41,2	29,3	22,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	LNA Santé SA	France	7 %	4 %	8 %	11 %	3,3	2,9	2,6	2,4	0,5	n.a.	0,5	0,5
4	Sonida Senior Living, Inc.	United States	2 %	2 %	2 %	5 %	4,8	6,1	6,1	12,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Brookdale Senior Living Inc.	United States	1 %	10 %	5 %	8 %	4,4	5,4	5,0	5,6	n.a.	0,5	n.a.	0,5
6	Sienna Senior Living Inc.	Canada	9 %	21 %	23 %	17 %	1,0	1,0	1,0	1,0	0,5	0,5	0,6	0,6
Moyenne											0,5	0,5	0,5	0,5
Ecart type											10 %	2 %	6 %	7 %

Minimum R²: 15,0%

Source : Capital IQ

Annexe 6.2.2. Vindemia

Figure 33 | Coefficient bêta désendetté Vindemia

#	Nom des comparables	Pays	R² des bêtas equity				Lever moyen				Bêtas désendettés			
			2y	3y	4y	5y	2y	3y	4y	5y	2y	3y	4y	5y
1	Sodexo S.A.	France	0 %	3 %	5 %	14 %	0,3	0,3	0,3	0,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Compass Group PLC	United Kingdom	10 %	12 %	16 %	28 %	0,1	0,1	0,1	0,1	n.a.	n.a.	0,6	1,0
3	Elior Group SA	France	7 %	11 %	26 %	31 %	2,0	2,4	2,1	1,9	n.a.	n.a.	1,1	1,2
4	Aramark	United States	10 %	26 %	42 %	44 %	0,6	0,7	0,7	0,8	n.a.	0,7	0,8	1,0
Moyenne											n.a.	0,7	0,8	1,0
Ecart type											n.a.	-	24 %	9 %

Minimum R²: 15,0%

Source : Capital IQ

Annexe 6.2.3. UpToPlay

Figure 34 | Coefficient bêta désendetté UpToPlay

#	Nom des comparables	Pays	R² des bêtas equity				Lever moyen				Bêtas désendettés			
			2y	3y	4y	5y	2y	3y	4y	5y	2y	3y	4y	5y
1	Life Time Group Holdings	United States	17 %	31 %	31 %	n.a.	1,2	1,3	1,3	1,3	n.s.	1,0	1,0	n.a.
2	Lucky Strike Entertainment	United States	6 %	6 %	10 %	n.a.	1,2	1,1	1,3	1,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Six Flags Entertainment	United States	11 %	16 %	5 %	21 %	1,1	1,0	1,0	1,1	n.a.	0,6	n.a.	0,8
4	United Parks & Resorts	United States	12 %	22 %	33 %	26 %	0,6	0,6	0,6	0,7	n.a.	0,8	0,9	1,1
5	Compagnie des Alpes	France	11 %	19 %	14 %	28 %	1,3	1,1	1,0	1,2	n.a.	0,7	n.a.	1,0
Moyenne											n.a.	0,8	1,0	1,0
Ecart type											n.a.	18 %	7 %	15 %

Minimum R²: 15,0%

Source : Capital IQ

Annexe 6.3. Bilans simplifiés

Annexe 6.3.1. Heurus

Figure 35 | Bilan simplifié Heurus (31/12/2024)

en k€	2024 R
Actif immobilisé	2 643
BFR	(4 504)
Capitaux employés	(1 861)
Capitaux propres	(9 565)
Provisions	937
Dette financière	1 851
Trésorerie	(1 611)
Comptes courants	6 527
Dette financière nette	6 767
Capitaux investis	(1 861)

Source : IBR Oderis

Annexe 6.3.2. Vindemia

Figure 36 | Bilan simplifié Vindemia (31/12/2024)

en k€	2023 R	2024 R
Actif immobilisé	1 561	1 658
BFR	(8)	(105)
Capitaux employés	1 553	1 553
Capitaux propres	531	350
Provisions	-	-
Dette financière	1 392	1 652
Trésorerie	(370)	(449)
Dette financière nette	1 022	1 203
Capitaux investis	1 553	1 553

Annexe 6.3.3. UpToPlay

Figure 37 | Bilan simplifié UpToPlay (31/12/2024)

en k€	2024 R
Actif immobilisé	14 697
BFR	(3 495)
Capitaux employés	11 203
Capitaux propres	5 047
Provisions	-
Dette financière	7 155
Trésorerie	(1 058)
Comptes courants	58
Dette financière nette	6 155
Capitaux investis	11 203
