

# Faut-il que le Gabon entre au capital d'Eramet ?

*Anatomie financière d'un groupe en difficulté et analyse du coût d'opportunité pour les finances publiques gabonaises*

**Résumé.** Le 11 mai 2026, à Nairobi, le président Brice Clotaire Oligui Nguema a confirmé l'intention de la République gabonaise de souscrire à l'augmentation de capital de 500 M€ d'Eramet, soumise au vote des actionnaires le 27 mai. Plusieurs sources sectorielles évoquent une enveloppe gabonaise de l'ordre de 200 M€, pour une participation cible d'environ 5 % du capital. Cet article documente d'abord la dégradation financière exceptionnelle d'Eramet en 2025 (EBITDA ajusté en baisse de 54 %, perte nette consolidée de 477 M€, dette nette portée à 1 935 M€, gearing à 129 %), puis quantifie le rôle absolument central de la filiale gabonaise Comilog dans l'économie du groupe (58 % du chiffre d'affaires ajusté, 96 % de l'EBITDA ajusté hors holding). Il met enfin en regard le coût d'opportunité pour le Trésor gabonais dans un contexte de dette publique supérieure à 80 % du PIB, de besoins budgétaires criants et d'un déficit projeté au-delà de 5 % du PIB par la Banque mondiale.

**Conclusion analytique.** L'entrée du Gabon au capital d'Eramet, telle qu'envisagée à hauteur de 200 M€, ne se justifie ni par le rendement attendu, ni par la souveraineté qu'elle est censée procurer, ni par l'allocation optimale de fonds publics rares. **Le Gabon contrôle déjà la rente. Il n'a pas besoin de payer pour la louer une seconde fois.**

## 1. Faits stylisés : la trajectoire 2024 → 2025 d'Eramet

Les comptes consolidés 2025 d'Eramet, arrêtés par le conseil d'administration le 18 février 2026, documentent une rupture nette de profitabilité dans un contexte de bas de cycle des matières premières et de change défavorable.

**Compte de résultat consolidé (hors SLN, périmètre managérial).** Le chiffre d'affaires ajusté passe de 3 377 M€ en 2024 à 3 155 M€ en 2025 (-7 %) ; le chiffre d'affaires consolidé publié (IFRS) recule de 2 933 M€ à 2 753 M€ (-6 %) (Eramet, communiqué du 18 février 2026 ; comptes consolidés 2025). L'EBITDA ajusté s'effondre de 814 M€ à **372 M€** (-54 %), divisé par un facteur 2,2. Le résultat opérationnel courant hors SLN passe de 281 M€ à seulement 11 M€ (-96 %). Le résultat net part du Groupe bascule de +14 M€ à **-477 M€**, soit une perte par action de -16,67 € (contre un bénéfice de 0,50 € en 2024). Retraité des pertes de la SLN néo-calédonienne (-107 M€) couvertes par l'État français via des titres subordonnés à durée indéterminée, le résultat hors SLN reste profondément négatif à -370 M€.

**Génération de trésorerie.** Le *free cash-flow* ajusté ressort à **-481 M€** sur l'exercice 2025, en dégradation de 173 M€ par rapport à 2024 (-308 M€), malgré un programme exceptionnel de « Cash Boost » ayant contribué pour environ 103 M€ (essentiellement réduction des capex, optimisation du BFR, monétisation de quotas CO2 en Norvège). Dit autrement, Eramet brûle de la trésorerie pour la troisième année consécutive.

**Bilan et structure financière.** Au 31 décembre 2025, l'endettement financier net atteint **1 935 M€**, en hausse de +638 M€ (+49 %) sur un an, contre 1 297 M€ fin 2024 et 614 M€ fin 2023 — la dette nette a donc plus que triplé en deux ans. Les capitaux propres consolidés reculent de 2 139 M€ à 1 495 M€ (-30 %), érodés par la perte annuelle. Le ratio d'endettement (*gearing*) bondit de 61 % à **129 %** ; au sens des covenants bancaires (hors IFRS 16), il s'établit à 125 %, déclenchant en théorie une rupture de covenant pour laquelle une dérogation a été accordée pour la clôture 2025. Le **levier ajusté (dette nette retraitée sur EBITDA ajusté)** explose de 1,8x à **5,5x**, soit un triplement, très au-delà des seuils prudentiels usuels pour un émetteur *high yield* (3,5x à 4,0x typiquement). La liquidité totale, lignes bancaires entièrement tirées fin janvier 2026, s'établit à 1,5 Md€.

**Notations de crédit.** Eramet est noté **B1 chez Moody's et B chez Fitch**, dans les deux cas avec perspective négative — niveaux profondément en territoire spéculatif (*non-investment grade*, six à sept crans sous la frontière *investment grade*). Cette dégradation reflète la combinaison d'un cycle défavorable, des difficultés opérationnelles et de la dégradation rapide du bilan.

**Sanction boursière.** À l'annonce des résultats, le 19 février 2026, l'action a perdu 19,3 % en séance, signant la plus forte baisse du SBF 120, pour clôturer à 58,93 € après avoir touché 48,74 € en intraday. La capitalisation boursière au cours actuel se situe ainsi dans une fourchette de 1,3 à 1,7 Md€, à comparer à un actif net comptable part du Groupe de 718 M€ au 31 décembre 2025 (contre 1 441 M€ un an plus tôt, soit une destruction de valeur comptable de 723 M€ en un exercice).

**Réponse stratégique.** Le conseil d'administration a validé un plan de financement à trois piliers : (i) augmentation de capital de **500 M€** soumise à l'assemblée générale du 27 mai 2026 ; (ii) revue stratégique avec cessions d'actifs en 2026 (sables minéralisés au Sénégal et participation de 38,7 % dans PT Weda Bay Nickel en Indonésie sont régulièrement cités par les analystes — Oddo BHF, AlphaValue) ; (iii) suspension du dividende sur les exercices 2025 et 2026 et baisse des capex de 30 à 40 % en 2026 vs 2025. Un programme opérationnel « ReSolution » vise à générer 130 à 170 M€ d'EBITDA additionnel en année pleine d'ici 2028.

**Tableau 1 — Synthèse financière Eramet, 2025 vs 2024**

Indicateur (M€)	2025	2024	Var.
Chiffre d'affaires ajusté	3 155	3 377	-7 %
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>372</b>	<b>814</b>	<b>-54 %</b>
Résultat opérationnel courant (hors SLN)	11	281	-96 %
<b>Résultat net part du Groupe</b>	<b>-477</b>	<b>+14</b>	<b>n.s.</b>

Indicateur (M€)	2025	2024	Var.
Free Cash-Flow ajusté	-481	-308	n.s.
Dettes nettes consolidées	1 935	1 297	+49 %
Capitaux propres consolidés	1 495	2 139	-30 %
<b>Gearing (Dettes nettes / CP)</b>	<b>129 %</b>	<b>61 %</b>	<b>+68 pts</b>
<b>Levier ajusté (Dettes nettes retraitées / EBITDA ajusté)</b>	<b>5,5x</b>	<b>1,8x</b>	<b>+3,7 pts</b>

Source : Eramet, communiqué officiel du 18 février 2026 et comptes consolidés 2025.

**Lecture analytique.** La déformation des ratios sur un seul exercice est sévère et place Eramet dans une situation de stress financier caractérisée : levier triplé, gearing doublé, FCF négatif pour la troisième année consécutive, notations *deep junk*. Sans la recapitalisation envisagée, le risque de défaut sur les covenants n'est pas hypothétique — c'est pour cela que la dérogation 2025 a été accordée et que l'augmentation de capital est, dans le langage des dirigeants comme dans celui des banquiers, **vitale**, et non opportuniste.

## 2. Le poids écrasant de Comilog dans l'économie du groupe

Sur les quatre lignes d'activité d'Eramet (Manganèse, Nickel via PT Weda Bay Nickel, Sables minéralisés, Lithium), le Manganèse représente une part stratégique disproportionnée. Or **l'essentiel du Manganèse, c'est Comilog au Gabon.**

**Chiffre d'affaires.** En 2025, le segment Manganèse réalise un chiffre d'affaires ajusté de **1 843 M€**, en recul de 9 % par rapport à 2024 (2 025 M€). Rapporté au CA ajusté du groupe (3 155 M€), cela donne une part de **58,4 %**. Rapporté au CA consolidé publié (2 753 M€), la part atteint **67,0 %**. Les estimations « aux alentours de 60 % » qui circulent dans la presse économique se vérifient sur les chiffres officiels ; la fourchette précise dépend du périmètre retenu (avec ou sans la quote-part de PT WBN, avec ou sans la SLN).

Au sein du segment Manganèse, l'activité **minerais** (qui correspond aux opérations minières de Comilog et aux activités de transport de sa filiale logistique Setrag) génère 1 009 M€ de CA en 2025, et les **alliages** (Eramet Norway, Eramet Marietta aux États-Unis, Comilog Dunkerque en France, et le Complexe Métallurgique de Moanda au Gabon) génèrent 834 M€. Comilog au sens strict — c'est-à-dire l'opération gabonaise mine + métallurgie sur place — pèse donc l'essentiel des 1 009 M€ de minerais et une part du CMM dans les alliages.

À titre de validation croisée, Comilog SA a publié pour 2024 un chiffre d'affaires consolidé de **718,1 Md FCFA**, soit environ 1,1 Md€ au taux euro/FCFA de 655,957 (parité fixe CEMAC). Cela est cohérent avec les chiffres du segment minerais d'Eramet, qui comprend en sus Setrag, certains éléments de holding et l'activité hors minerais.

**Rentabilité — c'est là que tout se joue.** L'EBITDA du segment Manganèse atteint **357 M€** en 2025, en baisse de 37 % (vs 563 M€ en 2024). Sur un EBITDA ajusté de groupe de 372 M€, cela représente **95,9 %** — autrement dit, **sans le Manganèse, et donc sans Comilog, Eramet ne génère plus aucun EBITDA opérationnel en 2025**. Les autres segments contribuent négativement ou marginalement : Nickel hors SLN (95 M€), Sables minéralisés (78 M€), Lithium (-51 M€ en phase de montée en puissance), Holding et éliminations (-106 M€). Le seul segment qui produit du cash opérationnel positif et significatif est l'activité gabonaise.

**Tableau 2 — Contribution segmentaire à l'EBITDA ajusté Eramet 2025**

Segment	CA 2025 (M€)	EBITDA 2025 (M€)	% EBITDA groupe
<b>Manganèse (Comilog + Setrag + alliages)</b>	<b>1 843</b>	<b>357</b>	<b>95,9 %</b>
Nickel (hors SLN, dont PT WBN)	618	95	25,5 %
Sables minéralisés (Sénégal)	241	78	21,0 %
Lithium (Argentine, Centenario)	41	-51	-13,7 %
Holding, élim. et autres	413	-106	-28,5 %
<b>Total Groupe (hors SLN)</b>	<b>3 155</b>	<b>372</b>	<b>100 %</b>

Source : Eramet, Annexe 5 du communiqué résultats 2025 ; calculs de l'auteur.

**Production de Moanda.** La mine gabonaise a produit 7,1 Mt de minerai et aggloméré de manganèse en 2025 (+4 % vs 6,8 Mt en 2024). Avec ses 6,1 Mt de minerai transporté par Setrag, Comilog est l'un des deux ou trois plus grands producteurs mondiaux de manganèse haute teneur, dans une industrie où l'Afrique du Sud représente près de 50 % de l'offre *seaborne* et où le Gabon est l'autre grand pôle d'extraction de qualité. Le *cash cost* FOB s'établit à 2,4 \$/dmton en 2025 (+9 %), historiquement parmi les plus bas du secteur, ce qui confère à l'actif une position concurrentielle solide en bas de la courbe des coûts.

**Lecture analytique.** Ce que les chiffres établissent sans contestation possible, c'est que **Comilog n'est pas une filiale parmi d'autres : c'est l'épine dorsale économique du groupe**. L'expression « le Gabon est l'actionnaire de fait de la valeur d'Eramet » n'est pas une figure de style — c'est une description comptable. Cette asymétrie est fondamentale pour ce qui suit.

### 3. Ce que le Gabon possède déjà : la rente minière, sans avoir à l'acheter

C'est ici qu'il faut s'arrêter avant de raisonner sur l'augmentation de capital. **Le Gabon est déjà actionnaire — au bon niveau de la chaîne de valeur.**

**Actionnariat de Comilog.** Le capital de la Compagnie minière de l'Ogooué est aujourd'hui détenu à 63,7 % par Eramet, **28,9 % par la République gabonaise**, et environ 7 % par la société Carlo Tassara

France (Eramet, gouvernance Comilog 2026 ; Direction générale du Trésor français). L'État gabonais perçoit ainsi 28,9 % des dividendes versés par Comilog SA — en 2025, Eramet indique avoir versé 55 M€ de dividendes aux actionnaires minoritaires de Comilog. Au prorata, la part gabonaise (sur les 28,9 % rapportés aux 36,3 % de minoritaires totaux) représente environ 44 M€ de dividendes versés à l'État gabonais en 2025 au seul titre de Comilog.

**Contribution économique directe et indirecte au Gabon.** Eramet revendique une contribution économique totale au Gabon de **853,1 M€ en 2025**, en hausse de 13,3 % par rapport à 753,3 M€ en 2024 (Eramet, communiqué du 21 mai 2026). Cette contribution comprend 480,2 M€ d'achats locaux, 158 M€ de masse salariale (10 871 emplois directs), et **207,3 M€ de taxes, redevances et impôts versés à l'État gabonais**.

**Souveraineté minière.** Depuis la transition d'août 2023 et l'élection présidentielle d'avril 2025, le Gabon a annoncé l'interdiction des exportations de manganèse brut à compter du 1er janvier 2029, afin d'imposer la transformation locale. Le ministre des Mines a réaffirmé en novembre 2025 l'objectif présidentiel de **2 millions de tonnes d'alliages de manganèse produits localement d'ici 2029**. Eramet a publiquement pris acte de cette orientation et engagé les études techniques.

**Lecture analytique.** La rente minière est donc, dès aujourd'hui, capturée par le Gabon à **trois niveaux** : (i) en tant qu'actionnaire à 28,9 % de Comilog (dividendes proportionnels) ; (ii) en tant qu'État souverain percevant taxes, redevances et impôts sur les bénéfices locaux ; (iii) en tant qu'autorité régulatoire imposant désormais la transformation locale. Acheter 5 % du capital d'Eramet à Paris ne change rien à ces trois canaux. Cela n'ajoute qu'une exposition diluée — environ  $5\% \times 63,7\% = 3,2\%$  d'exposition économique additionnelle à Comilog au travers de la holding parisienne. **Le Gabon ne récupère pas un bout de Comilog supplémentaire ; il achète 5 % de la SLN néo-calédonienne en perte chronique, de PT Weda Bay Nickel en pleine controverse de permis miniers en Indonésie, du lithium argentin encore déficitaire, et des sables minéralisés sénégalais en bas de cycle de prix.**

## 4. Évaluation financière de l'opération envisagée

### 4.1. Mécanique de l'opération et dilution

L'augmentation de capital projetée porte sur **500 M€**, à comparer à une capitalisation boursière post-annonce d'environ 1,5 Md€. L'opération entraînera donc une dilution massive des actionnaires existants ne souscrivant pas : si l'on suppose une décote d'émission de l'ordre de 30 à 40 % (usage pour ce type d'opération de défense en *deep junk*), le nombre d'actions émises pourrait représenter 35 à 50 % du capital actuel. Les Droits Préférentiels de Souscription (DPS) confèrent aux actionnaires existants un droit à souscrire au prorata ; la République gabonaise, n'étant pas actionnaire d'Eramet à ce jour, devrait racheter des DPS auprès d'actionnaires renonçant à les exercer, ou souscrire la quote-part éventuellement non exercée.

Pour atteindre **5 % du capital post-augmentation**, l'enveloppe gabonaise dépendrait du prix de souscription, du nombre d'actions émises et du comportement des autres actionnaires. Le chiffre de **200 M€** évoqué par plusieurs sources est cohérent avec une fourchette de 4 à 6 % du capital post-

opération, selon le prix retenu — soit la moitié des 500 M€ levés intégralement pour la République gabonaise.

## 4.2. Rendement attendu

À l'aune des données 2025, l'estimation du rendement d'un placement de 200 M€ à 5 % du capital d'Eramet conduit à un constat sévère :

- **Dividende** : suspendu sur 2025 et 2026 — rendement nul sur les deux premières années. Au-delà, le rendement dépendra de la trajectoire de désendettement. Sur la base d'un dividende historique de 1,5 €/action (2024), restauré au plus tôt en 2027 sur une base post-dilution, le rendement brut sur investissement initial ne dépasserait pas 1,5 à 2,5 % par an dans un scénario optimiste.
- **Plus-value en capital** : très incertaine. À supposer que le programme ReSolution génère effectivement 150 M€ d'EBITDA additionnel d'ici 2028 et que le levier revienne autour de 2,5x pro forma post-augmentation, la capitalisation pourrait se redresser. Mais le risque baissier est lourd : exposition à la SLN, risque indonésien sur PT WBN (RKAB 2026 réduit à 12 Mt contre 42 Mt en 2025), risque sur le cycle du manganèse, risque géopolitique sur le lithium argentin.
- **Coût d'opportunité du capital** : la dette publique gabonaise se finance aujourd'hui à des taux élevés. L'eurobond gabonais 2031, émis en novembre 2024 à coupon 7,75 % (montant 500 M\$), cote sur le marché secondaire avec un rendement *yield to maturity* qui a fluctué autour de 9 à 11 % en 2025 selon la conjoncture. **Le coût d'opportunité du capital pour l'État gabonais ne peut donc être inférieur à 8-10 % en termes nominaux en euros — bien au-dessus du rendement attendu sur une participation Eramet.**

## 4.3. Risques associés

J'identifie cinq risques significatifs, classés par ordre décroissant d'importance :

1. **Risque de levier persistant.** Même avec 500 M€ de fonds propres frais, le levier ajusté ne revient qu'à environ 2,5x — toujours élevé, et conditionné à une remontée des prix du manganèse et du nickel. En cas de bas de cycle prolongé, une seconde recapitalisation n'est pas exclue à 24-36 mois, qui diluerait encore les nouveaux entrants.
2. **Risque Weda Bay Nickel.** PT WBN a reçu un RKAB initial pour 2026 de seulement 12 Mt de production de minerai de nickel (dont 9 Mt de ventes externes), contre 42 Mt en 2025 après révision. Cette réduction massive, si elle n'est pas amendée par les autorités indonésiennes, ampute structurellement la contribution PT WBN à l'EBITDA du groupe.
3. **Risque de gouvernance.** Eramet a vu son directeur général Paulo Castellari évincé début février 2026, son directeur financier Abel Martins-Alexandre suspendu, et sa présidente Christel Bories reprendre la direction par intérim. Cette instabilité au sommet n'est pas anodine pour un groupe qui doit exécuter un plan de financement, deux cessions d'actifs majeures et un programme opérationnel sur 24 mois.
4. **Risque actionnarial.** La famille Duval (Sorame/CEIR, 37 % du capital) et l'État français (FSI Equation, 27 %) verrouillent historiquement la gouvernance. Toute prise de participation gabonaise se fera comme actionnaire minoritaire sans pouvoir décisionnel, dans un actif jugé

stratégique par Paris (sécurisation d'approvisionnement en métaux critiques). Le Gabon n'obtiendra pas de siège exécutif au prorata d'une participation de 5 %.

5. **Risque de change.** L'investissement est libellé en euros, le franc CFA est arrimé à parité fixe à l'euro (1 € = 655,957 FCFA) via la convention de coopération monétaire avec la France. Le risque de change est résiduel, mais le risque de dévaluation politique du FCFA n'est pas nul à l'horizon de 5 à 10 ans (débat récurrents sur la réforme du FCFA en CEMAC).

#### 4.4. Le coût d'opportunité — le cœur de l'analyse

Le coût d'opportunité, en théorie économique, est le rendement de la meilleure alternative à laquelle on renonce en allouant des ressources rares à un usage donné (Robbins, 1932 ; Buchanan, 1969 sur la généralisation du concept). Pour 200 M€ — soit environ 131 Md FCFA — l'État gabonais peut faire au moins six choses alternatives :

Alternative	Montant (M€)	Rendement économique attendu
Rachat anticipé d'eurobonds gabonais	200	Économie d'intérêts ≈ 8-10 %/an = 16-20 M€/an, plus réduction du ratio dette/PIB ≈ 0,9 point
Apurement d'arriérés intérieurs (12,6 % du PIB en 2023)	200	Effet multiplicateur sur économie locale (PME, BTP) ≈ 0,8 à 1,2 selon littérature post-keynésienne en pays à faible revenu
<b>Investissement Transgabonais (chemin de fer Setrag)</b>	<b>200</b>	<b>Goulet d'étranglement identifié pour les exports Comilog ; gain direct sur volumes vendus et donc sur dividendes Comilog perçus par l'État</b>
Capitalisation du futur fonds souverain / CDC	200	Rendement de portefeuille international diversifié 5-7 %/an, sans concentration sectorielle
<b>Investissement direct dans le CMM (transformation locale)</b>	<b>200</b>	<b>Alignement direct avec l'objectif présidentiel de 2 Mt d'alliages d'ici 2029 ; multiplicateur valeur ajoutée locale 3 à 5x sur le minerai brut</b>
Mobilisation des recettes fiscales (numérisation, PIT)	< 200	Gain pérenne de recettes ; FMI estime un potentiel hors pétrole de 3 à 5 points de PIB à moyen terme

Source : analyse de l'auteur ; FMI Article IV 2024 ; Banque mondiale, note de conjoncture Gabon 2025.

Aucune de ces six alternatives n'a un rendement économique inférieur au rendement attendu de la participation Eramet — d'autant que la troisième (Transgabonais) et la cinquième (CMM) renforcent directement la valeur de Comilog dont le Gabon est déjà actionnaire à 28,9 %, sans payer de prime à un véhicule holding parisien.

## 5. L'argument de souveraineté : analyse critique

L'argument principal avancé par la présidence gabonaise est que l'entrée au capital d'Eramet à Paris permettrait à Libreville de « participer plus directement aux discussions portant sur les investissements industriels du groupe », notamment sur la transformation locale. J'examine cet argument avec sérieux mais sans complaisance.

**Premier point.** Une participation de 5 % ne confère **aucun pouvoir décisionnel** dans une société anonyme cotée. Le seuil de blocage statutaire est typiquement de 33,3 % ; le seuil d'influence notable au sens IFRS est de 20 %. Avec 5 %, le Gabon disposerait au mieux d'un strapontin d'observateur, sans droit de veto ni nomination d'administrateur de plein droit (sauf accord *ad hoc* — qui devrait être négocié et n'est pas garanti).

**Deuxième point.** Le levier de souveraineté du Gabon sur Eramet n'est pas son actionnariat à Paris : c'est son **monopole géographique sur le gisement de Moanda et le contrôle du Transgabonais** via Setrag. La menace crédible d'une renégociation du permis minier, d'une révision de la fiscalité minière, ou d'une suspension d'autorisations d'exportation a infiniment plus de poids que 5 % du capital. Cela a été démontré en 2023 lors du coup d'État, où l'action Eramet a chuté de 21,6 % en une séance sur la seule incertitude politique gabonaise. Le rapport de force réel est déjà entre les mains de Libreville.

**Troisième point.** L'éviction de Paulo Castellari le 1er février 2026, ancien directeur général du groupe (italo-brésilien, considéré comme aligné sur la vision gabonaise de transformation locale), suggère que la gouvernance d'Eramet à Paris résiste à l'orientation gabonaise plus qu'elle ne s'y aligne. Le rachat de 5 % du capital ne renversera pas un actionnariat verrouillé à 64 % par Duval + État français.

**Quatrième point.** L'argument de la « souveraineté minière » par participation capitalistique reposerait sur une analogie discutable avec les modèles de fonds souverains pétroliers (Norvège, Émirats, Arabie saoudite). Mais ces fonds investissent dans des actifs diversifiés à l'international, **pour stériliser la rente et la diversifier** — pas pour racheter un fragment indirect d'une rente qu'ils contrôlent déjà localement. C'est exactement l'inverse de la logique de fonds souverain.

## 6. Le contexte budgétaire gabonais rend l'opération plus coûteuse encore

Aucune décision d'investissement public ne se prend dans le vide. Elle s'apprécie au regard de la position budgétaire d'ensemble, de la soutenabilité de la dette et des arbitrages alternatifs.

**Dette publique.** L'encours total de la dette publique gabonaise s'élevait à **7 179 Md FCFA (≈ 10,9 Md€) à fin mars 2025** (Direction générale de la Dette, Gabon), dont 4 181 Md FCFA de dette extérieure et 2 998 Md FCFA de dette intérieure. Le ratio dette/PIB atteint **72,5 % en 2024** (FMI), au-dessus du plafond de convergence CEMAC de 70 %. La Banque mondiale projette ce ratio à **80,2 % en 2025, 82,6 % en 2026 et 86,1 % en 2027** (Banque mondiale, note de conjoncture Gabon, septembre 2025). Sans accord FMI formel, le Fonds projette une dette à 78,9 % du PIB en 2025 et pointe « des risques de liquidité à court terme et des risques de viabilité de la dette à long terme » (FMI, Article IV 2024 ; FMI, surveillance multilatérale CEMAC 2026).

**Déficit budgétaire.** Le déficit budgétaire est passé de  $-1,8\%$  du PIB en 2023 à  **$-4,2\%$  en 2024**, et devrait dépasser  $5\%$  du PIB sur la période 2025-2027 selon la Banque mondiale.

**Arriérés intérieurs.** Les arriérés intérieurs représentaient  $12,6\%$  du PIB à fin 2023 selon le FMI — un niveau qui étouffe le tissu économique local (PME, fournisseurs de l'État, BTP) et appelle une priorité absolue d'apurement.

**Programme FMI.** Le précédent programme MEDC 2021-2024 a été suspendu en novembre 2023, à la troisième revue, en raison des arriérés et des dérapages budgétaires. La négociation d'un nouveau programme est en cours, conditionnée à un budget rectificatif crédible, un élargissement de l'assiette fiscale hors pétrole et une maîtrise de la masse salariale (FMI, communiqués 2025-2026).

**Lecture analytique. Dans cet environnement, mobiliser 200 M€ pour acquérir 5 % d'une holding parisienne en stress financier représente un arbitrage très défavorable.** Cette somme représente :

- Environ  **$1,3\%$  du stock de dette publique gabonaise** — ou, autrement formulé, l'équivalent de plus d'un trimestre de service de la dette extérieure.
- Approximativement  **$8$  à  $10\%$  du déficit budgétaire annuel projeté.**
- Plus que le budget annuel de plusieurs ministères sectoriels (santé, éducation primaire et secondaire, infrastructures rurales).
- Le double de ce que Comilog a versé à l'État gabonais en taxes et redevances en 2025 (207,3 M€).

Et cette somme ne génère, sur les 24 prochains mois, **aucun dividende** (dividende Eramet suspendu jusqu'en 2027), **aucun emploi additionnel direct au Gabon** (les 10 871 emplois Comilog ne dépendent pas de l'actionnariat parisien), et **aucun gain de souveraineté tangible** au-delà de la symbolique.

## 7. Scénarios et indicateurs de décision

Je distingue trois scénarios pour cadrer la décision finale.

**Scénario A — Statu quo (recommandé) : ne pas souscrire à l'augmentation de capital, renforcer les leviers existants.** Le Gabon conserve ses  $28,9\%$  dans Comilog, son contrôle réglementaire et fiscal, et alloue les 200 M€ disponibles à des usages à fort rendement social et économique (Transgabonais, CMM, apurement d'arriérés, rachat d'eurobonds). Coût d'opportunité minimal. Rendement économique attendu  $6-10\%$  par an selon l'usage retenu.

**Scénario B — Souscription minimale symbolique (200 M€ pour  $\sim 5\%$ ).** C'est le scénario actuellement envisagé. Rendement financier attendu sur 5 ans inférieur au coût du capital souverain gabonais. Aucun pouvoir décisionnel. Avantage politique de signal (« le Gabon nouveau ne se contente plus du rôle de pourvoyeur de matière première ») non négligeable mais payé au prix fort, surtout si l'opération est financée par endettement additionnel.

**Scénario C — Investissement dans Comilog directement (alternative supérieure).** Plutôt que de remonter à la holding parisienne, le Gabon pourrait négocier une **augmentation de sa participation directe dans Comilog**, par exemple en rachetant tout ou partie des  $7\%$  détenus par Carlo Tassara France. Le coût serait considérablement inférieur (sur une valorisation analogue à celle reflétée par

les 853 M€ de contribution économique 2025, 7 % de Comilog SA peut être estimé entre 60 et 90 M€). Le Gabon passerait alors à environ **36 % de Comilog**, niveau qui lui conférerait une minorité de blocage statutaire dans la filiale qui pèse 96 % de l'EBITDA d'Eramet. **Le levier de négociation futur sur la transformation locale serait sans commune mesure.** Cette option n'est pas, à ma connaissance, publiquement discutée, mais elle est techniquement et économiquement supérieure au scénario B.

**Indicateurs de suivi en cas de décision favorable (scénario B).** Si la décision politique d'entrer au capital d'Eramet est néanmoins arrêtée, je recommande au minimum :

- (i) Conditionner la souscription à l'obtention d'un **siège d'administrateur de plein droit** dans le pacte d'actionnaires (un précédent existe avec STCPI pour la Nouvelle-Calédonie, qui détient 4 % et siège au conseil) ;
- (ii) Adosser la souscription à un **engagement contractuel ferme** d'Eramet sur le calendrier et le financement du Complexe Métallurgique de Moanda et de l'extension du Transgabonais ;
- (iii) Limiter strictement l'enveloppe à **100 M€ maximum** (et non 200 M€), pour préserver les marges budgétaires ;
- (iv) Financer la souscription par **monétisation d'actifs publics non stratégiques** plutôt que par endettement additionnel ;
- (v) Préparer un communiqué technique articulant clairement les motivations et les contreparties obtenues, pour ne pas laisser la lecture exclusivement aux marchés et à la presse parisienne.

## 8. Conclusion : ce que je recommande

Sur la base de l'analyse financière et économique présentée, **je ne recommande pas la souscription par le Gabon à l'augmentation de capital d'Eramet à hauteur de 200 M€.** Trois raisons concourent à cette conclusion :

**Premièrement, le profil rendement-risque est défavorable.** Investir dans une holding *non-investment grade*, avec un levier ajusté de 5,5x, un FCF négatif de -481 M€, des notations B1/B perspectives négatives, et un dividende suspendu pour deux ans, ne se justifie pas pour un État dont le coût du capital propre se situe autour de 8 à 10 %.

**Deuxièmement, la souveraineté minière du Gabon ne passe pas par 5 % du capital à Paris ; elle passe par le contrôle du gisement, du chemin de fer, de la fiscalité et de la régulation des exports** — leviers que Libreville actionne déjà depuis 2025 avec succès (annonce de la fin des exports de manganèse brut en 2029, objectif de 2 Mt d'alliages locaux, dialogue avec Eramet rééquilibré).

**Troisièmement, le coût d'opportunité est rédhibitoire.** Les 200 M€ envisagés ont des usages alternatifs documentés qui produiraient un rendement économique et social très supérieur : Transgabonais, CMM, apurement d'arriérés, rachat d'eurobonds, fonds souverain naissant. Dans un pays où la dette publique dépasse 80 % du PIB, où les arriérés intérieurs représentent plus de 12 % du PIB et où un programme FMI est à négocier, allouer 200 M€ à un placement financier diversifié à 5 % d'une holding parisienne en difficulté constitue, en termes d'orthodoxie de gestion publique, une décision difficile à défendre techniquement.

**S'il est jugé politiquement indispensable d'avoir une présence symbolique au capital d'Eramet**, je recommande une enveloppe plafonnée à 100 M€, conditionnée contractuellement à un siège d'administrateur et à des engagements industriels précis sur la transformation locale. **Mais l'option économiquement supérieure** — et à mon sens stratégiquement plus pertinente — **consiste à renforcer la participation directe du Gabon dans Comilog au-dessus de 33 %**, pour acquérir une minorité de blocage là où la rente se génère réellement. Cela coûterait moins cher, produirait plus de rendement, et donnerait au Gabon un pouvoir de négociation sans précédent sur la trajectoire industrielle de Moanda.

Le Gabon est aujourd'hui en position de force vis-à-vis d'Eramet. Il serait paradoxal d'en sortir affaibli par une transaction où il paierait pour louer un fragment d'une rente qu'il possède déjà à la source.

## Références

### Documents primaires Eramet

- Eramet (2026), « Comptes consolidés 2025 », 18 février 2026 (rapport déposé AMF).
- Eramet (2026), « Mesures structurantes pour renforcer le bilan et préparer l'avenir, après une année 2025 difficile », communiqué de presse, 18 février 2026.
- Eramet (2026), « Eramet a généré 2,5 Mds€ de contributions économiques en 2025, avec des niveaux élevés au Gabon et au Sénégal », communiqué, 21 mai 2026.
- Eramet (2026), gouvernance Comilog, page institutionnelle, consultée mai 2026.
- Comilog (2025), « Perspectives 2025 et approbation des comptes 2024 », assemblée générale, 27 mars 2025.

### Notations et analyses financières

- Moody's (2026), notation Eramet B1, perspective négative.
- Fitch Ratings (2026), notation Eramet B, perspective négative.
- AlphaValue, Oddo BHF, Portzamparc (2026), notes de broker sur Eramet, février 2026 (citées par AbcBourse, Tradingsat).

### Sources Gabon — finances publiques

- FMI (2024), « Rapport au titre de l'Article IV, Gabon », mai 2024 et mises à jour 2025-2026.
- Banque mondiale (2025), « Note de conjoncture économique du Gabon — Construire et préserver les richesses du Gabon pour améliorer les conditions de vie des populations », septembre 2025.
- Direction Générale de la Dette, République gabonaise (2025), encours à fin mars 2025.
- Direction générale du Trésor, France (2025), « Situation économique du Gabon » et « Le secteur minier au Gabon », fiches actualisées 2024-2025.
- Coface (2025), « Étude pays Gabon », 2024-2025.

### Sources presse spécialisée

- Gabonreview (2026), « Manganèse : à Nairobi, le Gabon obtient un calendrier ferme et vise une entrée au capital d'Eramet », 12 mai 2026.
- LSI Africa (2026), « Manganèse : le Gabon officialise son entrée au capital d'Eramet », 14 mai 2026.
- Le Confidentiel du Gabon (2026), « Eramet : le Gabon peut-il vraiment devenir actionnaire du géant minier français ? », mai 2026.
- Infos Gabon (2026), « Eramet : le Gabon suspendu au vote des actionnaires », mai 2026.
- L'Usine Nouvelle (2025), « Eramet affiche un résultat en baisse, avec moins de nickel et de manganèse produits en 2024 », 20 février 2025.
- BFM Bourse (2026), « Eramet : Crise de gouvernance, lourde perte, dilution massive à venir... le groupe minier Eramet s'effondre de 23 % en Bourse », 19 février 2026.
- Agence Ecofin (2025), « Gabon : la dette publique dépassera 86 % du PIB d'ici 2027 (Banque mondiale) », 23 septembre 2025.
- Sikafinance (2025), « Gabon : Comilog revendique un chiffre d'affaires de 718 milliards FCFA en 2024 », mars 2025.

### Cadre théorique

- Robbins, L. (1932), *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, London: Macmillan.
- Buchanan, J. M. (1969), *Cost and Choice: An Inquiry in Economic Theory*, Chicago: Markham.

Sachs, J. & Warner, A. (1995), « Natural Resource Abundance and Economic Growth », NBER Working Paper n° 5398.

Frankel, J. (2010), « The Natural Resource Curse: A Survey », NBER Working Paper n° 15836.

*Cet article exprime une position analytique fondée sur les données publiques disponibles à la date du 22 mai 2026. Il ne se substitue pas à une analyse juridique des modalités contractuelles précises de l'opération en cours, qui devra être conduite par les conseils du gouvernement.*