

Cet énoncé comporte deux exercices (pages numérotées 1 et 2 sur 2) ainsi qu'une annexe de quatre pages.

Exercice 1

Gascogne Paper est une entreprise proposant une large gamme de papiers naturels, techniques et innovants pour l'emballage et l'industrie. Cette entreprise est un des leaders européens dans la filière bois-papier-emballage.

L'entreprise a publié ses comptes et vous êtes chargé de préparer une première analyse financière de sa situation en 2017. Vous disposez d'un extrait de son rapport annuel en annexe de ce devoir.

1. Calculer l'évolution du chiffre d'affaires entre 2016 et 2017.

$$g = \frac{406416 - 406771}{406771} \approx -0.000872 \\ \approx -0.09\%$$

Le chiffre d'affaires de *Gascogne Paper* a diminué de 0.09% entre 2016 et 2017.

2. Sachant que la capitalisation boursière de *Gascogne Paper* s'élève à 91 443 395 € en 2017, déterminer si cette entreprise est une valeur de croissance ou de rendement. Vous pourrez calculer le PBR (Price to Book Ratio).

La valeur comptable des capitaux propres en 2017 est de 108 113 000€. Le PBR est égal à :

$$\text{PBR} = \frac{\text{Valeur de marché des capitaux propres}}{\text{Valeur comptable des capitaux propres}} = \frac{91443395}{108113000} \approx 0.85$$

Le PBR est inférieur à 1, cette entreprise est une valeur de rendement.

3. L'entreprise a-t'elle émis de nouvelles actions entre 2016 et 2017 ?

Dans le tableau de variation des capitaux propres consolidés, nous pouvons voir qu'il n'y a pas eu d'augmentation de capital. Autre possibilité : dans le tableau des états de la situation financière consolidée, nous pouvons également voir que le montant du capital est inchangé entre 2016 et 2017. Par conséquent l'entreprise n'a pas émis de nouvelles actions entre 2016 et 2017.

4. Calculer le montant total des investissements effectués par cette entreprise en 2016 et en 2017.

Le montant des investissements correspond au montant des acquisitions incorporelles, corporelles et financières. Il est égal à :

$$\begin{aligned} \text{Investissement}_{2017} &= 18321 + 118 \\ &= 18439 \text{ k€} \\ \text{Investissement}_{2016} &= 19853 + 1562 \\ &= 21415 \text{ k€} \end{aligned}$$

5. Calculer l'effet de levier en 2016 et en 2017.

$$\begin{aligned} \text{Effet de levier}_{2017} &= \frac{\text{Dettes financières 2017}}{\text{Capitaux propres 2017}} = \frac{60097 + 53766}{108113} \approx 1.052 \\ \text{Effet de levier}_{2016} &= \frac{\text{Dettes financières 2016}}{\text{Capitaux propres 2016}} = \frac{51599 + 52279}{100392} \approx 1.035 \end{aligned}$$

6. Commenter les résultats obtenus.

Gascogne Paper est une entreprise industrielle opérant dans la filière bois-papier-emballage. Il s'agit d'une industrie ancienne et classique, arrivée à maturité, pour lesquelles les perspectives d'évolution sont limitées (notamment en ce qui concerne le papier), ce qui explique qu'elle soit considérée par le marché comme étant une valeur de rendement et non de croissance. De plus, la stabilité du chiffre d'affaires entre 2016 et 2017 et la baisse de l'investissement sur cette même période semblent confirmer l'observation précédente.

L'effet de levier est relativement faible : pour 1€ de capital investi par les actionnaires, *Gascogne Paper* parvient à emprunter seulement un peu plus d'1€. Ceci étant dit, il est normal d'observer un effet de levier faible pour des industries classiques comparées à d'autres secteurs, comme par exemple le secteur bancaire.

Rappels

$$\text{PBR} = \frac{\text{Valeur de marché des capitaux propres}}{\text{Valeur comptable des capitaux propres}}$$

$$\text{Effet de levier} = \frac{\text{Dettes financières}}{\text{Capitaux propres}}$$

Exercice 2

L'entreprise *Gascogne Paper* souhaite lancer une nouvelle gamme de produits. Elle étudie deux projets, dont les caractéristiques sont données dans le tableau suivant (chiffres en milliers d'euros). En cas de réalisation d'un ou de plusieurs de ces projets, les coûts seront intégralement supportés à leur lancement. Le taux d'actualisation est de 2%.

	Projet A	Projet B
Coûts	1200	600
Durée	10 ans	2 ans
Revenu annuel engendré	250	302

1. Représenter le diagramme des flux pour les deux projets.

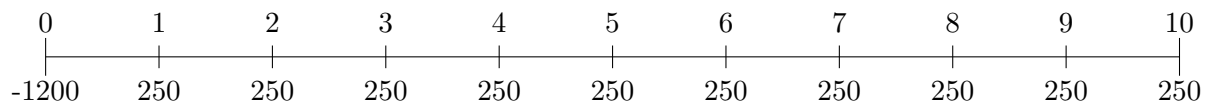


Figure 1: Diagramme des flux Projet A (en k€)

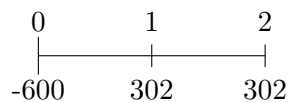


Figure 2: Diagramme des flux Projet B (en k€)

2. Calculer le délai de récupération pour les deux projets. Le projet A génère des revenus réguliers de 250 pour un investissement initial de 1200, donc le délai de récupération est de :

$$\left\lceil \frac{1200}{250} \right\rceil = 5 \text{ ans}$$

En ce qui concerne le projet B, il est de :

$$\left\lceil \frac{600}{302} \right\rceil = 2 \text{ ans}$$

3. Calculer la VAN pour les deux projets.

$$\begin{aligned} \text{VAN}_A &= -1200 + \sum_{j=1}^{10} \frac{250}{(1 + 0.02)^j} \\ &= -1200 + \frac{250}{0.02} \left[1 - \frac{1}{(1 + 0.02)^{10}} \right] \\ &\approx 1045.65 \text{ k€} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{VAN}_B &= -600 + \sum_{j=1}^2 \frac{302}{(1 + 0.02)^j} \\ &= -600 + \frac{302}{0.02} \left[1 - \frac{1}{(1 + 0.02)^2} \right] \\ &\approx -13.65 \text{ k€} \end{aligned}$$

4. Au regard de ces deux indicateurs, quel(s) projet(s) réalisez-vous ? Justifier votre réponse.
On réalise uniquement le projet A puisque c'est le seul à avoir une VAN positive.

ANNEXE

II.3. ETATS FINANCIERS CONSOLIDES 2017

II.3.1. ETAT DU RESULTAT GLOBAL CONSOLIDE

(En milliers d'euros)	Notes	Exercice 2017	Exercice 2016
Chiffre d'affaires	III.1	406 416	406 771
Variation des stocks des produits en cours et produits finis	III.2.1	(4 228)	(530)
Achats consommés	III.2.2	(200 767)	(202 952)
Charges externes		(86 076)	(92 298)
Frais de personnel	IV	(80 886)	(82 027)
Impôts et taxes		(7 840)	(8 427)
Dotations aux amortissements	V2, V3	(11 686)	(10 212)
(Dotations) Reprises de provisions	VI.2	(166)	388
Autres produits et (charges) d'exploitation	III.6	1 353	886
Résultat opérationnel courant		16 120	11 599
Autres produits et (charges) opérationnels	III.3	(4 538)	(1 065)
Résultat opérationnel		11 582	10 534
Coût de l'endettement financier net		(2 363)	(2 193)
Autres produits et (charges) financiers		(728)	(922)
Résultat financier net	VIII.2	(3 091)	(3 115)
Quote-part dans le résultat des entités mises en équivalence (nette d'impôt)	III.5	209	267
Résultat avant impôt		8 699	7 686
Produits (charges) d'impôt sur le résultat	IX	(476)	(309)
Résultat net de l'ensemble consolidé		8 223	7 377
attribuable aux :			
. actionnaires de Gascogne SA		8 242	7 384
. Participations ne donnant pas le contrôle		(19)	(7)
<hr/>			
Variation des réévaluations du passif net au titre des prestations définies		520	(1 267)
Impôts liés		(220)	239
. Eléments qui ne seront pas reclassés ultérieurement en résultat		300	(1 028)
Variation des écarts de conversion		(785)	(423)
Impôts liés			
. Eléments susceptibles d'être reclassés ultérieurement en résultat		(785)	(423)
Produits et charges comptabilisés en autres éléments du résultat global		(485)	(1 451)
Résultat global		7 739	5 926
<hr/>			
Résultat net de l'ensemble consolidé		8 223	7 377
attribuable aux:			
. actionnaires de Gascogne SA		8 242	7 384
. Participations ne donnant pas le contrôle		(19)	(7)
Produits et charges comptabilisés en autres éléments du résultat global		(485)	(1 451)
Résultat global de l'ensemble consolidé		7 739	5 926
attribuable aux:			
. actionnaires de Gascogne SA		7 757	5 933
. Participations ne donnant pas le contrôle		(19)	(7)
Résultat par action de l'ensemble consolidé			
Résultat de base par action (en €)	VII.2	0,40	0,36
Résultat dilué par action (en €)	VII.2	0,33	0,29

II.3.2. ETAT DE LA SITUATION FINANCIERE CONSOLIDEE

(En milliers d'euros)	Notes	Exercice 2017	Exercice 2016
Actifs			
Goodwill et autres immobilisations incorporelles	V.1	2 266	2 734
Immobilisations corporelles	V.2	134 809	126 896
Participations mises en équivalence	III.5	3 405	3 196
Actifs financiers non courants	VIII.1.1	2 862	5 497
Impôts différés actifs	IX.2	668	564
Actif non courants		144 010	138 887
Stocks	III.2.1	87 910	93 052
Clients et autres débiteurs	III.1.2	77 349	76 461
Autres actifs courants	III.1.2	1 217	64
Impôt sur les bénéfices à récupérer	IX.1	10 258	7 399
Actifs financiers courants	VIII.1.1	83	114
Trésorerie et équivalents de trésorerie	VIII.1.5	23 604	5 473
Actif courants		200 421	182 563
Total des actifs		344 431	321 450
Capitaux propres et passifs			
Capitaux propres			
Capital	VII.1.1	50 994	50 994
Primes d'émission, de fusion, d'apport			0
Réserves consolidées		46 052	38 686
ORAN	VII.1.2	12 053	12 053
Réserves liées aux réévaluations du passif au titre des prestations définies		(3 643)	(3 944)
Actions propres	VII.1.3	(2 980)	(2 980)
Ecart de conversion	VII.1.5	(2 605)	(1 820)
Résultat consolidé		8 242	7 384
Capitaux propres, attribuables aux actionnaires de Gascogne SA	VII	108 113	100 373
Participations ne conférant pas le contrôle		0	19
Total des capitaux propres consolidés		108 113	100 392
Passifs			
Emprunts et dettes financières, part à plus d'un an	VIII.1.4	60 097	51 599
Avantages du personnel	IV.2.4	16 447	16 868
Provisions, part à plus d'un an	VI.1	2 349	1 352
Autres passifs non courants	III.6	1 076	5 258
Impôts différés passifs	IX	2 667	2 146
Passifs non courants		82 636	77 223
Emprunts et dettes financières, part à moins d'un an	VIII.1.4	53 766	52 279
Provisions, part à moins d'un an	VI.1	7 544	4 230
Fournisseurs et autres créditeurs	VIII.1.2	81 051	81 632
Autres passifs courants	III.6	11 009	5 346
Impôt sur les bénéfices à payer	IX.1	311	348
Passifs courants		153 681	143 835
Total des passifs		236 318	221 058
Total des passifs et des capitaux propres		344 431	321 450

II.3.3. TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE CONSOLIDES

(en milliers d'euros)	Notes	Exercice 2017	Exercice 2016
Résultat net de l'ensemble consolidé		8 223	7 377
Charge d'impôt	IX	476	309
Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence	III.5	(209)	(267)
Charges financières	VIII.2	3 091	3 115
Résultat opérationnel		11 582	10 535
Dotations aux amortissements	V2	11 687	9 550
Dotations (reprises) aux provisions		4 220	(2 973)
Dotations (reprises) aux provisions pour dépréciations d'actifs			
Pertes (profits) sur cessions d'actifs immobilisés		(895)	477
Subventions d'investissement virées au résultat		(379)	(223)
Autres		(19)	52
Capacité d'autofinancement opérationnelle		26 195	17 417
Variation des stocks		4 049	7 579
Variation des clients et autres débiteurs		(1 596)	(1 961)
Variation des fournisseurs et autres créditeurs		1 805	1 292
Variation du passif fiscal et social		(1 212)	(745)
Variation des autres créances et dettes		(2 464)	(2 183)
Flux générés par l'activité		26 778	21 399
Intérêts payés		(2 409)	(2 107)
Autres produits et charges financiers payés		(464)	(437)
Impôts payés		(303)	(97)
Flux de trésorerie opérationnels		23 602	18 758
Acquisitions d'immobilisations incorporelles et corporelles		(18 321)	(19 853)
Acquisitions d'immobilisations financières		(118)	(1 562)
Cessions d'immobilisations incorporelles et corporelles		1 414	128
Cessions d'immobilisations financières		213	311
Acquisition de titres de filiale sous déduction de la trésorerie acquise			
Flux de trésorerie d'investissement		(16 812)	(20 976)
Excédent (besoin) de financement		6 790	(2 218)
Augmentation de capital			
Subventions d'investissement reçues / remboursées		(1 689)	1 867
Augmentation des dettes financières		51 445	13 075
(Diminution) des dettes financières		(44 374)	(6 547)
Décalages de trésorerie liés aux opérations de financement			
Avance compte courant associés		7 060	
Flux de trésorerie de financement		12 441	8 396
Variation de la trésorerie nette		19 231	6 178
Autres mouvements		(12)	(51)
Trésorerie nette en début d'exercice		3 060	(3 067)
Variation de la trésorerie nette		19 231	6 178
Autres mouvements		(12)	(51)
Trésorerie nette en fin d'exercice		22 279	3 060

II.3.4. TABLEAU DE VARIATION DES CAPITAUX PROPRES CONSOLIDÉS

(en milliers d'euros)	Capital social	Primes d'émission, de fusion, d'apport	Réserves et résultats non distribués	Réserves liées aux réévaluations du passif net au titre des prestations définies	ORAN	Actions propres	Ecart de conversion	Total attribuable aux actionnaires de Gascogne SA	Participations ne conférant pas le contrôle	Total des capitaux propres
Situation au 31/12/2015	50 994		38 656	(2 915)	12 053	(2 980)	(1 418)	94 390	25	94 415
Variation de périmètre			50	(50)						
Autres éléments du résultat global				(978)			(423)	(1 401)	0	(1 401)
Résultat global de la période			7 384					7 384	(6)	7 378
Total des produits et des charges comptabilisés au titre de la période			7 434	(1 028)			(423)	5 983	(6)	5 977
Augmentation du capital										
Dividendes distribués ORAN										
Actions propres										
Autres mouvements			(20)	(1)			21			
Transactions avec les propriétaires de Gascogne SA			(20)	(1)			21			
Situation au 31/12/2016	50 994		46 070	(3 944)	12 053	(2 980)	(1 820)	100 373	19	100 392
Variation de périmètre			(19)					(19)	(19)	(37)
Autres éléments du résultat global				301			(785)	(484)		(484)
Résultat global de la période			8 242					8 242		8 242
Total des produits et des charges comptabilisés au titre de la période			8 223	301			(785)	7 740	(19)	7 721
Augmentation du capital										
Dividendes distribués ORAN										
Actions propres										
Autres mouvements										
Transactions avec les propriétaires de Gascogne SA										
Situation au 31/12/2017	50 994		54 294	(3 643)	12 053	(2 980)	(2 605)	108 113	0	108 113