



F I N E X S I
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Rapport de l'expert indépendant dans le
cadre du projet d'augmentation de capital
réservée de la société GASCOGNE SA

16 Mai 2014

Sommaire

1. Présentation de l'opération.....	4
1.1 Contexte de l'opération et présentation de la mission de FINEXSI.....	4
1.1.1. Contexte de l'opération	4
1.1.2. Mission du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER	5
1.1.3. Diligences effectuées	5
1.2 Présentation de GASCOGNE	6
1.2.1 Présentation de la branche Bois	8
1.2.2 Présentation de la branche Papier.....	10
1.2.3 Présentation de la branche Sacs	11
1.2.4 Présentation de la branche Complexes	12
1.2.5 Analyse SWOT du Groupe.....	13
1.3 Présentation d'ATTIS 2	13
1.4 Présentation d'EEM.....	14
2. Analyse du processus ayant conduit au projet d'opération	14
2.1 Historique des difficultés du Groupe.....	14
2.2 Recherche de partenaires	15
2.3 Présentation des motifs et des termes de l'opération.....	16
2.3.1 Motifs et termes de l'opération	16
2.3.2 Conditions suspensives et caducité	20
3. Eléments d'appréciation de la valeur du Groupe GASCOGNE	22
3.1. Données de base pour l'évaluation de GASCOGNE	22
3.1.1. Structure du capital et nombre d'actions.....	22
3.1.2. Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	22
3.1.3. Intérêts minoritaires	23
3.2. Méthodes d'évaluation écartées.....	23
3.2.1. La valeur de rendement (capitalisation du dividende)	23
3.2.2. Méthode des cours cibles des analystes financiers.....	23
3.2.3. Analyse du cours de bourse	23
3.3. Méthodes d'évaluation retenues.....	26
3.3.1. Actif net comptable consolidé.....	26
3.3.2. Valeur de reprise	27
3.3.3. Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.....	27

3.3.4.	Méthode de la somme des parties sur la base des comparables boursiers	27
3.3.5.	Transactions comparables	28
3.4.	Mise en œuvre de la valorisation de la société GASCOGNE.....	28
3.4.1.	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal.....	28
3.4.2.	Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire	33
3.5.	Synthèse des éléments d'appréciation de la valeur du Groupe.....	37
4	Accords connexes à l'Augmentation de capital réservée	38
4.1	Restructuration des dettes.....	38
4.2	Augmentation de capital par incorporation des créances bancaires acquises	38
4.3	Réduction de capital	38
4.4	Augmentation de capital ouverte	39
4.5	Emission d'ORAN au profit des banques	39
5	Conclusion	40
	Annexes.....	42
	Annexe 1 : Présentation du cabinet FINEXSI et détails de son intervention.....	42
	Annexe 2 : Présentation des comparables boursiers retenus	46
	Annexe 3 : Analyse des sociétés comparables	49
	Annexe 4 : Analyse des marges d'EBITDA des sociétés cibles	50

1. Présentation de l'opération

1.1 Contexte de l'opération et présentation de la mission de FINEXSI

1.1.1. Contexte de l'opération

Le Groupe GASCOGNE (ci-après « le Groupe » ou « GASCOGNE ») rencontre depuis plusieurs années des difficultés financières importantes liées notamment à la crise économique ainsi qu'à un endettement financier très élevé (dette nette de 104,9 M€ au 31 décembre 2013)¹.

Une première période de conciliation ouverte en février 2012 s'est clôturée par un accord signé en juillet 2012 prévoyant notamment le rééchelonnement de la dette syndiquée sur la période 2014 – 2018. Cet accord s'est révélé insuffisant pour assurer le redressement du Groupe.

Dans ce contexte, une analyse industrielle et stratégique a été menée afin de rechercher des solutions permettant le redressement de GASCOGNE et un processus de levée de fonds a été engagé auprès d'investisseurs financiers. De multiples contacts ont été pris avec des investisseurs potentiels. Des marques d'intérêts ont été reçues mais il n'a pas été donné de suite. Un consortium d'investisseurs² mené par la société BIOLANDES TECHNOLOGIES a ensuite étudié le dossier à partir de l'été 2013 et un accord de principe a été annoncé le 14 janvier 2014 sur la base d'un plan industriel et commercial intégrant la restructuration du Groupe.

Dans le cadre de nouvelles procédures de conciliation ouvertes les 18 et 19 mars 2014 au bénéfice de GASCOGNE SA et de ses principales filiales, un Protocole de conciliation a été signé le 9 avril 2014 (ci-après « le Protocole de conciliation ») entre l'ensemble des créanciers bancaires, fiscaux et sociaux de GASCOGNE, son premier actionnaire ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR (ci-après « EEM ») ainsi que le consortium d'investisseurs réunis au sein de la société ATTIS 2 créée à cet effet. Ce Protocole prévoit notamment :

- a) Une restructuration de la dette bancaire et du passif fiscal et social ;
- b) Une restructuration du capital de GASCOGNE SA au moyen des opérations suivantes (ci-après les « Opérations ») :
 - une augmentation de capital réservée à ATTIS 2 et EEM réalisée par incorporation de créances bancaires de 34,1 M€, suivie d'une réduction de capital motivée par des pertes, par voie de réduction de la valeur nominale des actions de 5 à 2,5€ ;
 - une augmentation de capital ouverte³ d'un montant maximum de 10,2 M€ émise au nominal,
 - une augmentation de capital en numéraire, émise au nominal et réservée à ATTIS 2 et EEM pour un montant maximum de 33,6 M€ (ci-après « l'Augmentation de capital réservée » ou « l'Augmentation de capital ») ;
 - une émission d'Obligations Remboursables et Actions ou en Numéraire (ORAN) libérée par compensation avec des créances bancaires d'un montant de 12 M€.

A l'issue de ces restructurations, ATTIS 2 détiendra le contrôle de GASCOGNE.

¹ Cette dette nette comprend notamment des lignes de mobilisation de créances commerciales sous forme de cessions Dailly (11,3M€) ou d'affacturage (32M€)

² Le consortium est constitué des sociétés BIOLANDES TECHNOLOGIES, LES DERIVES RESINIQUES ET TERPENIQUES, BPIFRANCE PARTICIPATIONS et SOFAGRI PARTICIPATIONS

³ Sans suppression du droit préférentiel de souscription, avec garantie de EEM et ATTIS 2 à hauteur de 7,6 M€

1.1.2. Mission du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après FINEXSI) a été désigné par le Conseil d'Administration de la société GASCOGNE SA le 19 février 2014 en qualité d'expert indépendant pour apprécier le caractère équitable des conditions financières des Opérations.

Notre intervention s'inscrit dans le cadre de l'article 261-2 du règlement général de l'AMF qui requiert la désignation d'un expert indépendant en cas de réalisation d'une augmentation de capital réservée avec une décote par rapport au cours de bourse, supérieure à la décote maximale autorisée en cas d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription et conférant à un actionnaire, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, le contrôle de l'émetteur au sens de l'article L.233-3 dudit code.

Le présent rapport a été établi conformément à l'article 262-1 al 1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par GASCOGNE et son conseil financier CAPITAL PARTNER. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés,

- sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit règlement général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

1.1.3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte des Opérations (prise de connaissance générale du Groupe, prise de connaissance des résultats du processus de recherche d'investisseurs, analyse et compréhension des projets d'augmentations de capital) ;
- Analyser le Protocole de conciliation conclu en date du 9 avril 2014 ;
- Mettre en œuvre une approche multicritères de valorisation des actions de la société GASCOGNE SA ;
- Analyser les éléments d'appréciation du prix de l'augmentation de capital réservée.

Dans le cadre de notre mission nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par GASCOGNE SA au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à de nombreuses reprises avec les dirigeants de GASCOGNE SA et ses conseils tant pour appréhender le contexte des Opérations que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- Les modalités des Opérations ;
- L'activité de GASCOGNE, son évolution et ses perspectives de développement à moyen et long terme.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires du Groupe GASCOGNE.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et les transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

1.2 Présentation de GASCOGNE

GASCOGNE SA (la « Société » ou « GASCOGNE SA ») est une société anonyme à Conseil d'Administration au capital de 9.969.815 €, dont le siège social est situé au 650 avenue Pierre Benoit à Saint-Paul-lès-Dax (40990), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Dax, sous le numéro 895 750 412, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris.

La détention du capital au 28 février 2014 se présente comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	en %	Droits de vote*	en %
EEM	575 412	28,86%	756 412	29,97%
BNP Paribas	145 265	7,29%	145 265	5,76%
Meyssset Développement	103 193	5,18%	206 386	8,18%
Société Générale	102 645	5,15%	205 290	8,13%
Salariés	92 000	4,61%	163 500	6,48%
DRT	45 126	2,26%	90 252	3,58%
Crédit Agricole Région Développement	41 807	2,10%	41 807	1,66%
Autocontrôle	40 206	2,02%	-	0,00%
Public	848 309	42,54%	915 172	36,26%
TOTAL	1 993 963	100,00%	2 524 084	100,00%

Source : Management de Gascogne

*Tenant compte des droits de vote double pour les actions détenues en compte nominatif depuis plus de 3 ans

GASCOGNE SA est la société de tête du Groupe GASCOGNE.

Celui-ci compte 26 sociétés et près de 20 unités de production et de stockage en Europe. Il est aujourd'hui le premier acteur français multi spécialiste du bois, et produit notamment du papier, des sacs industriels ainsi que des complexes d'emballages et de protections.

En 2013, le Groupe GASCOGNE a réalisé un chiffre d'affaires de 418 M€ et dégagé une perte de 54,5 M€ (pour les activités poursuivies⁴). Au 31 décembre 2013, il employait directement 1.996 personnes, dont 1.659 en France, majoritairement en région Aquitaine.

Les principaux agrégats du Groupe sont les suivants pour les quatre derniers exercices (activités poursuivies) :

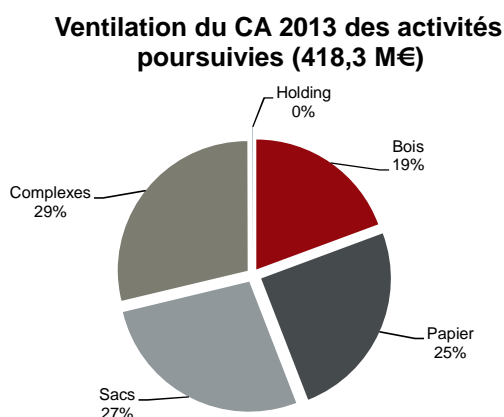
Agrégats activités poursuivies (K€)	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Chiffre d'affaires	454 914	430 519	419 693	418 346
EBITDA	n/c	21 674	18 480	9 989
marge d'EBITDA (%)	n/c	5,0%	4,4%	2,4%
Résultat opérationnel	- 4 404	- 27 918	- 68 370	- 42 735
Résultat net	- 9 927	- 26 240	- 78 673	- 54 526
Capitaux propres part du groupe	187 542	153 694	60 726	6 078
Endettement net	89 017	95 488	101 138	106 199

Source : Documents de référence 2013, 2012, 2011 et 2010

Le Groupe est organisé autour de quatre branches, chacune d'entre elles est spécialisée dans un secteur d'activité :

- branche Bois,
- branche Papier,
- branche Sacs,
- branche Complexes.

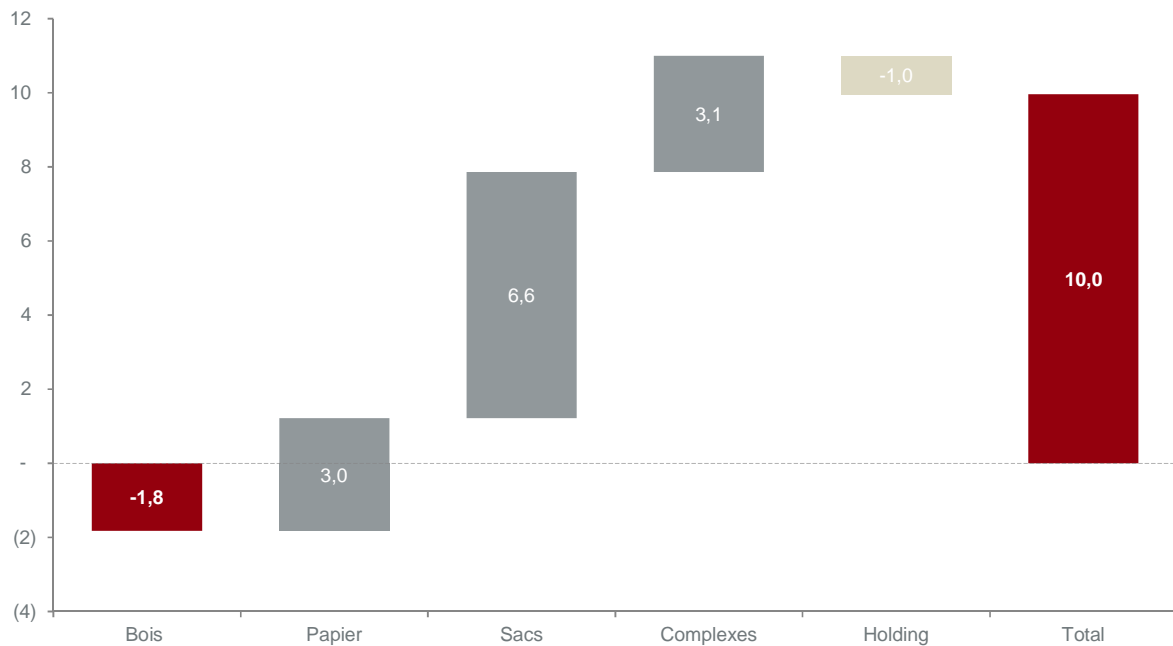
Les contributions de chaque branche au chiffre d'affaires et EBITDA consolidés 2013 du Groupe sont les suivantes :



Source : Document de référence 2013

⁴ Les activités cédées sont constituées des actifs de la société GASCOGNE LAMINATES SWITZERLAND cédés le 30 août 2012, de ceux de la société LANDES EMBALLAGES cédés le 1^{er} janvier 2013 et de ceux du site de Jarnac (société GASCOGNE LAMINATES) cédés le 1^{er} mars 2013.

Répartition EBITDA 2013 des activités poursuivies (M€)



Source : Document de référence 2013

1.2.1 Présentation de la branche Bois

La branche Bois a pour activité la production et la commercialisation de produits de décoration, (parquets, lambris, moulures, bardages), de produits pour l'industrie (bois de palettes, bois pour menuiserie industrielle) et de bois énergie.

Elle regroupe principalement

- cinq sociétés⁵ : GASCOGNE WOOD PRODUCTS (production et commercialisation), ALL WOOD FRANCE (vente aux particuliers de produits déclassés), GASCOGNE ALL WOOD (filiale de commercialisation belge), GASCOGNE HABITAT BOIS (maisons à ossature bois) et FORESTIERE DE GASCOGNE ;
- six sites de production : quatre scieries (Saint Symphorien, Castets, Escource et Belvès, combinées avec des outils de 2^{ème} et 3^{ème} transformation spécialisés dans les opérations de rabotage et de vernissage), un site dédié pour les opérations de coupe-aboutage et le traitement des bois à Lévigacq, et un site à Marmande spécialisé pour l'usinage de tasseaux et la fabrication de murs à ossatures en bois ;
- ainsi qu'une plateforme de stockage et de distribution à Sore.

L'approvisionnement est assuré par l'entité FORESTIERE DE GASCOGNE⁶, co-détenue et co-gérée par GASCOGNE WOOD PRODUCTS et GASCOGNE PAPER.

Les achats de bois sont concentrés sur le massif landais et la Dordogne et réalisés par la société FORESTIERE DE GASCOGNE. Le massif landais est une forêt principalement privée. Il n'y a pas de

⁵ Hors GASCOGNE WOOD IBERICA, filiale de commercialisation en cours de liquidation

⁶ FORESTIERE GASCOGNE est incluse dans le suivi financier du pôle Bois exclusivement

marché organisé ni de cours du bois et, à l'exception des ventes aux enchères réalisées par l'OFFICE NATIONAL DES FORETS, il s'agit de négociations de gré à gré avec des propriétaires sylviculteurs individuels.

Les prix du bois sont relativement stables depuis 20 ans en dehors des accidents climatiques de décembre 1999 et janvier 2009 (tempête Klaus qui a abattu près de 30% du massif forestier landais) qui ont fait chuter les cours pendant plusieurs années. En 2013, les prix d'avant tempête de 2009 commencent à être atteints de nouveau. A plus long terme, avec, d'une part, la baisse de la ressource consécutive à la tempête de 2009 et les maladies phytosanitaires qui s'en sont suivies et, d'autre part, l'utilisation du bois comme combustible pour les chaudières biomasse⁷, le Groupe s'attend à une hausse des prix sans qu'il soit possible de déterminer dans quelle proportion.

La branche Bois connaît des résultats en baisse dans un contexte économique toujours difficile. GASCOGNE a subi en 2013 l'impact de la hausse du prix du bois de l'ordre de 2,3 M€ conjugué à une baisse de l'utilisation des « bois tempêtes⁸ », et a eu des difficultés à répercuter l'ensemble des surcoûts opérationnels dans les prix de vente.

A fin 2013, le chiffre d'affaires de la branche s'élevait à 80,9 M€ (-0,3% par rapport à 2012) pour un EBITDA de -1,8 M€ (soit une marge d'EBITDA de -2,2% du chiffre d'affaires). Les pertes sont principalement liées à l'activité Habitat Bois.

Une nouvelle chaudière biomasse a été mise en service en mai 2013 sur le site de Castets (coût global du projet de 4,4 M€).

La matrice d'analyse SWOT⁹ de la branche Bois est résumée ci-dessous :

Forces

- Les approvisionnements sont en grande partie sécurisés grâce à FORESTIÈRE DE GASCOGNE
- Mise en service d'une chaudière biomasse en mai 2013 permettant de réaliser davantage d'économies

Faiblesses

- Branche structurellement déficitaire
- Grande diversité des débouchés / marchés
- Complexité d'une gestion multi-sites (9 sites de production et de stockage)

Opportunités

- Possibilité d'augmenter les parts de marché en élargissant les gammes (décoration extérieure)
- Diversification sur les produits connexes (pellets...)

Menaces

- Risque de hausse des prix du bois liée à la pénurie de bois dans le massif aquitain
- Pérennité de la maintenance de l'ERP utilisé par la branche bois

⁷ La chaudière biomasse fonctionne à l'énergie bois : buches, pellets, granulés

⁸ Bois issus des tempêtes de décembre 1999 et janvier 2009 (tempête Klaus)

⁹ Strengths (Force), Weaknesses (Faiblesses), Opportunities (Opportunités), Threats (Menaces)

1.2.2 Présentation de la branche Papier

GASCOGNE fabrique du Kraft Naturel Frictionné (KNF), secteur sur lequel il est leader européen, ainsi que du Kraft Naturel pour sacs (SKN).

La branche Papier s'articule principalement autour de la société GASCOGNE PAPER qui exploite la papeterie de Mimizan. L'activité de cette papeterie est complètement intégrée : production de la pâte et du papier. D'une capacité annuelle de 150.000 tonnes, cette papeterie fonctionne en cycle continu 365 jours par an. Le volume de production est donc une contrainte, sur un marché où par ailleurs la demande est supérieure à l'offre.

En 2009, un investissement capacitaire dans une coucheuse a permis de développer une gamme de papiers spéciaux (papier cuisson, papiers ignifugés...) afin de valoriser au mieux les qualités des productions de la papeterie.

Les autres sociétés de la branche sont les sociétés FEUTRE DEPLAND, GASCOGNE SPAIN, Gascogne ALLEMAGNE, GASCOGNE ITALIA et GASCOGNE USA.

L'activité Papier est caractérisée par un chiffre d'affaires stable (notamment depuis 2009) ainsi que par des investissements lourds (4 à 5 M€ annuels).

Le Groupe est tenu tous les 24 mois à un arrêt réglementaire de chaudière pour contrôle et maintenance. Le prochain arrêt était prévu en mai 2014.

Un incident est intervenu dans la chaudière de régénération de la papeterie de Mimizan dans la nuit du 9 au 10 décembre 2013 et la chaudière a été arrêtée pendant une période de 34 jours (du 10 décembre 2013 au 12 janvier 2014). Cet incident a dégradé d'environ 3,3 M€ le résultat (EBE) de décembre, et dès lors, de l'exercice 2013. L'arrêt de décembre a néanmoins permis de faire la majorité des contrôles réglementaires auprès des autorités compétentes, le prochain arrêt réglementaire étant prévu en octobre 2015. Des discussions sont en cours avec l'assureur pour déterminer si le sinistre est indemnisable.

A fin 2013, le chiffre d'affaires de la branche s'élevait à 103,6 M€ (+2,6% par rapport à 2012) pour un EBITDA de 3 M€ (soit une marge d'EBITDA de 2,9% du chiffre d'affaires).

La matrice d'analyse SWOT de la branche Papier est résumée ci-dessous :

Forces

- Forte notoriété commerciale, gamme de produits très étendue
- Intégration aval avec la branche Sacs

Faiblesses

- Capacité de production maximale atteinte
- Dépendance au fuel
- Niveau élevé de Capex nécessaire au maintien de l'outil industriel

Opportunités

- Marché en croissance du fait du développement de la restauration hors foyer, des ventes en vrac, des produits « verts »...
- Image positive du papier Kraft (écologique, développement durable)

Menaces

- Développement de produits de substitution au kraft naturel (notamment papiers recyclés)
- Hausse du prix du bois

1.2.3 Présentation de la branche Sacs

La branche Sacs produit et commercialise plus de 550 millions de sacs par an (papier ou plastique) à destination des marchés de la construction, de la chimie, de l'agro-alimentaire et de l'alimentation animale. Elle se positionne en tant que troisième acteur en Europe sur le marché du sac.

La branche regroupe quatre sociétés : GASCOGNE SACK (fabrication et commercialisation de plus de la moitié de la production de la branche), GASCOGNE SACK DEUTSCHLAND, AIGIS (Grèce) et GASCOGNE SACK TUNISIA ; et 5 sites de production, situés en France (Mimizan et Nantes), en Allemagne, Grèce et Tunisie. Il existe également une participation minoritaire de 40% dans une société italienne, SACCHIFICIO VENETO (mise en équivalence dans les comptes consolidés du Groupe).

La branche Sacs maîtrise l'ensemble de la chaîne graphique grâce notamment à des ateliers de photogravure intégrés et à des solutions d'impression en ligne.

Cette branche a subi une dégradation de sa rentabilité dans un marché en recul, qui s'est notamment fait ressentir en 2013. Cette évolution est à rapprocher de la morosité économique et conjoncturelle enregistrée sur les principaux marchés de destination (aliment du bétail, bâtiment, petfood).

A fin 2013, le chiffre d'affaires s'élevait à 113,7 M€ (-6,3% par rapport à 2012) pour un EBITDA de 6,6 M€ (soit une marge d'EBITDA de 5,8%).

Les investissements récents (2,3 M€ en 2012 et 1,6M€ en 2013) ont essentiellement concerné des dépenses de renouvellement.

La matrice d'analyse SWOT de la branche Sacs est résumée ci-dessous :

Forces

- Alternative aux deux gros acteurs du secteur
- Intégration à la branche Papier pour l'approvisionnement en papier
- Couverture des différentes gammes de sacs et capacité à fabriquer des sacs techniques et innovants
- Maîtrise de l'ensemble de la filière graphique

Faiblesses

- Nécessité d'investir dans l'outil de production afin de le renouveler et le moderniser
- Présence trop importante sur les marchés des commodités (vs marché de spécialités)

Opportunités

- Diversification / développement vers des marchés de spécialités plus techniques
- Forte barrières à l'entrée compte tenu de la complexité des produits et des processus d'homologation

Menaces

- Forte pression concurrentielle

1.2.4 Présentation de la branche Complexes

La branche Complexes se positionne parmi les principaux transformateurs européens de matériaux multicouches (emballages souples, emballages sécurisés, parements d'isolation) et de supports anti-adhérents.

Le Groupe a opéré depuis quelques années un repositionnement sur ses segments stratégiques : fermeture de trois sites, cession des filiales déficitaires et programme d'investissement de plus de 25 M€ dans l'outil industriel sur la période 2009-2013.

Dans le cadre de son recentrage stratégique, cette branche a cédé :

- En août 2012, les actifs de sa filiale suisse GASCOGNE LAMINATES SWITZERLAND (très déficitaire),
- En janvier et février 2013, les actifs de sa filiale déficitaire MUPA EMBALLAGES et le site industriel de Jarnac (GASCOGNE LAMINATES).

La branche opère désormais au travers de deux sociétés : GASCOGNE LAMINATES (site de production à Dax) et GASCOGNE LAMINATES DEUTSCHLAND (implanté à Linnich)

Depuis mai 2013, GASCOGNE LAMINATES dispose d'une nouvelle ligne de production de papiers et de films siliconés (investissement industriel de 11 M€). Ce nouvel équipement lui donne la capacité et l'avance technologique lui permettant d'une part d'accéder à de nouveaux marchés en forte croissance tels que les marchés des composites de plus en plus utilisés dans l'aéronautique, et d'autre part de gagner en productivité.

A fin 2013, le chiffre d'affaires s'élevait à 120 M€ (+3,3% par rapport au chiffre d'affaires 2012) pour un EBITDA de 3,1 M€ (soit une marge d'EBITDA de 2,6%).

La matrice d'analyse SWOT de la branche Complexes est résumée ci-dessous :

Forces

- Présent sur plusieurs marchés de niches à forte valeur ajoutée, large gamme de produits et de solutions d'impression
- Investissements importants réalisés au cours des 4 dernières années sur les sites de production

Faiblesses

- Turnover important

Opportunités

- Potentiel de développement des marchés d'utilisations des produits complexes
- Capacité de production disponible
- Nombreuses barrières à l'entrée sur ces marchés

Menaces

- Pression sur les prix venant de concurrents spécialisés

1.2.5 Analyse SWOT du Groupe

Forces

- La marque GASCOGNE bénéficie d'une bonne notoriété et le Groupe est reconnu comme un acteur historique sur ses marchés
- Absence de dépendance à un client (aucun client ne représente plus de 5 % du chiffre d'affaires du Groupe)

Faiblesses

- Rentabilité opérationnelle trop faible et dette financière trop importante :
 - * situation de défaut par rapport aux banques
 - * Impossibilité de mener à bien seul la restructuration opérationnelle du Groupe
- Organisation décentralisée

Opportunités

- Le Groupe GASCOGNE est présent sur de nombreux marchés en croissance, sur lesquels il y a d'importantes barrières à l'entrée
- Possibilité de développement sur des marchés de spécialités à plus forte valeur ajoutée (vs marchés de commodités)

Menaces

- Remise en cause de la continuité d'exploitation si échec du Protocole du 9 avril 2014
- Forte exposition à l'évolution des coûts matières et des coûts de l'énergie (bois, électricité et fioul)

Malgré des atouts incontestables, le Groupe GASCOGNE souffre d'une rentabilité trop faible et d'une situation financière trop dégradée pour lui permettre seul de mener à bien la restructuration opérationnelle nécessaire pour assurer la continuité de son exploitation.

1.3 Présentation d'ATTIS 2

Le consortium d'investisseurs (ci-après le « Consortium ») est structuré autour des sociétés industrielles landaises BIOLANDES TECHNOLOGIES (ci-après « BIOLANDES ») et LES DERIVES RESINIQUES ET TERPENIQUES (ci-après « DRT »), accompagnées de BPIFRANCE PARTICIPATIONS (ci-après « BPI ») et de SOFAGRI PARTICIPATIONS, société du groupe Crédit Agricole (ci-après SOFAGRI).

Ce Consortium est réuni au sein de la société française ATTIS 2, constituée le 28 mars 2014.

BIOLANDES et DRT sont deux sociétés landaises à capitaux familiaux qui ont leur siège social dans les Landes.

La société BIOLANDES a pour principale activité la production d'huiles essentielles et d'extraits pour la parfumerie, la cosmétique, l'aromathérapie et les arômes. Elle s'est également diversifiée dans les compléments alimentaires et le bois (Servary). Son chiffre d'affaires s'est élevé à 108 M€ en 2012.

La société DRT est, quant à elle, spécialisée dans la valorisation de la colophane et de l'essence de térébenthine extraites de la résine du pin. Elle est, à ce jour, actionnaire à hauteur de 2,26% de GASCOGNE. Son chiffre d'affaires s'est élevé à 315 M€ en 2012.

Il convient d'ajouter que les sociétés BIOLANDES et DRT interviennent principalement en tant qu'investisseurs car qu'il n'y a que très peu de synergies entre leurs activités et celles du Groupe GASCOGNE.

BPI est une filiale de BPIFRANCE SA, laquelle est une entreprise contrôlée conjointement par la CAISSE DES DEPOTS ET CONSIGNATIONS et l'Etat français. Le groupe BPIFRANCE a pour mission d'accompagner le développement et les investissements des entreprises, en leur apportant des solutions de financement adaptées, notamment en fonds propres au travers de prises de participation au capital des entreprises en question.

SOFAGRI PARTICIPATIONS fait partie du groupe CREDIT AGRICOLE qui est actionnaire de GASCOGNE à hauteur de 2,1%.

Le capital social d'ATTIS 2 avant la réalisation des restructurations envisagées est de 400 €, soit 4 actions d'une valeur nominale de 100 € chacune.

Il est prévu au Protocole que le capital D'ATTIS 2 à l'issue des restructurations soit réparti comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	en %
Biolandes	145 000	40,28%
DRT	45 000	12,50%
BPI	120 000	33,33%
Sofagri	50 000	13,89%
TOTAL	360 000	100,00%

Source : Protocole de Conciliation du 9 avril 2014

1.4 Présentation d'EEM

EEM est une société française cotée sur le marché Eurolist, compartiment C, de NYSE EURONEXT PARIS. Il s'agit d'une holding financière présente dans l'hôtellerie (Cambodge) et l'immobilier (région parisienne). EEM détient notamment une participation significative dans GASCOGNE (28,86% du capital social et 29,97% des droits de vote) qui en fait le premier actionnaire de la Société.

Au 31 décembre 2013, le capital d'EEM s'élevait à 16,25 M€, divisé en 3.250.000 actions (dont 86.513 actions d'autocontrôle) ayant un nominal de 5 €.

2. Analyse du processus ayant conduit au projet d'opération

2.1 Historique des difficultés du Groupe

GASCOGNE rencontre depuis plusieurs années des difficultés qui se sont traduites par un manque de trésorerie dû notamment à la détérioration de la profitabilité de ses activités accentuée par la crise économique internationale de 2008, à la forte augmentation du coût des matières premières de ces dernières années, aux conséquences de la tempête Klaus de janvier 2009 et à un endettement extrêmement important.

L'ampleur de cet endettement financier et le non-respect des covenants financiers du contrat syndiqué (70 M€) ont contraint GASCOGNE, début 2012, à se rapprocher de ses partenaires

bancaires pour restructurer sa dette. Un nouveau crédit (New Money)¹⁰ de 17,6 M€ a été consenti en 2012 par les banques et l'Etat (11,6 M€) et par le principal actionnaire EEM (6M€) dans le cadre d'un accord de conciliation signé en juillet 2012. Ce dernier prévoyait également le rééchelonnement de la dette syndiquée (70M€) sur la période 2014 – 2018 avec une franchise jusqu'au 30 mars 2014, ainsi qu'un remboursement du crédit New Money (17,6M€) échelonné entre le 31 décembre 2012 (7,4 M€) et le 30 juin 2013 (tranches mensuelles de 1,7 M€ de janvier à juin 2013).

Malgré cette première conciliation, il est apparu que le Groupe souffrait d'une capitalisation insuffisante, d'une rentabilité opérationnelle trop faible et d'une dette financière trop importante, ce qui ne lui permettait pas de mener à bien sa restructuration opérationnelle et de faire face à ses obligations de remboursement du principal des prêts rééchelonnés.

En conséquence, la restructuration de GASCOGNE nécessitait, outre la renégociation avec les partenaires financiers, un important apport de capitaux propres que les actionnaires historiques n'étaient pas en mesure de financer.

2.2 Recherche de partenaires

Le Groupe a entamé début 2013 une recherche de fonds auprès d'investisseurs. Un appel d'offres a été mis en place dans le cadre duquel GASCOGNE a contacté, au cours des mois de janvier et février 2013, 50 investisseurs potentiels (28 fonds d'investissements, 16 industriels, 6 actionnaires actuels). Cette première phase s'est traduite par 20 marques d'intérêts.

Après réception de la documentation économique et financière de GASCOGNE, 9 investisseurs potentiels ont confirmé leur intérêt. Ces derniers ont, au cours des mois de février et mars 2013, participé à des visites de sites et des présentations approfondies de la part du management du Groupe.

Seules 4 marques d'intérêt ont été reçues entre mars et mai 2013, dont seulement 3 ont finalement été confirmées.

Aucune de ces offres ne prévoyait la reprise totale du Groupe ; des cessions de branche d'activité étant jugées nécessaires en complément d'abandons de créances significatifs de la part des banques.

Au final, seul un groupe composé de 3 fonds d'investissement est entré en période d'exclusivité au cours des mois de mai à juillet 2013. Ce dernier a toutefois préféré abandonner le projet face à la complexité de la restructuration nécessaire et à l'ampleur de son coût.

¹⁰ Ce nouveau crédit était garanti par des cessions d'actifs à intervenir

2.3 Présentation des motifs et des termes de l'opération

2.3.1 Motifs et termes de l'opération

Les industriels locaux ont également été approchés et le dossier a été étudié à compter de l'été 2013 par la société BIOLANDES accompagnée de DRT, BPI et le groupe CREDIT AGRICOLE (le consortium d'investisseurs).

Un plan industriel et commercial a été présenté par le consortium d'investisseurs. Ce plan a été établi conjointement avec les équipes de management du Groupe. Une revue des agrégats financiers historiques et prévisionnels a été faite à la demande du consortium d'investisseurs par le cabinet EIGHT ADVISORY, dans une optique de restructuration et d'investissement à long terme. Il a également fait l'objet d'un audit par deux cabinets indépendants : ROLAND BERGER en ce qui concerne l'audit stratégique, et ERNST & YOUNG pour l'audit financier, lequel a consisté en une revue des agrégats financiers et du cash-flow à la demande des créanciers.

Le 14 janvier 2014, un communiqué de presse annonçait qu'un « accord de principe » avait été trouvé entre l'ensemble des créanciers bancaires, fiscaux et sociaux du Groupe et le consortium d'investisseurs. GASCOGNE SA a demandé à cette occasion la suspension de la cotation de son titre.

De nouvelles procédures de conciliation ont été ouvertes les 18 et 19 mars 2014 au bénéfice de GASCOGNE SA et de ses principales filiales.

Un accord a finalement été conclu le 9 avril 2014 entre l'ensemble des créanciers bancaires, fiscaux et sociaux du Groupe, l'actionnaire principal (EEM) et le consortium d'investisseurs (ATTIS 2) (ci-après le « Protocole »). Ce Protocole établi sous la double égide du CIRI¹¹ et du conciliateur, Maître Régis VALLIOT, s'articule autour d'un projet industriel associé à un renforcement des fonds propres de GASCOGNE et à une restructuration de sa dette.

Pendant la durée des négociations, les banques et EEM ont accepté de geler le remboursement du solde du crédit New Money. De même, les banques ont accepté de ne pas demander le remboursement anticipé de l'ensemble de la dette (hors New Money). Ces reports ont été accordés jusqu'au 30 avril 2013, puis prorogés jusqu'au 30 septembre 2013, 30 novembre 2013, 15 décembre 2013, 15 janvier 2014 puis 28 février 2014. Depuis cette dernière date, les banques et EEM ont, dans le cadre du Protocole, accepté de maintenir le gel des remboursements.

2.3.1.1. Le plan industriel

Le plan industriel qu'il est prévu de mettre en place repose sur les objectifs suivants :

- En ce qui concerne la branche Bois, l'objectif est de lui donner des bases financières solides nécessaires à son retournement et de préparer le positionnement à long terme de l'activité sur des secteurs en croissance et à valeur ajoutée. Pour permettre la réalisation de ce plan, des investissements (dans une ligne de fabrication de pellets et dans une ligne de coupe-aboutage) seront mis en place et il est envisagé une réduction du nombre de sites industriels (fermeture ou cession) ;

¹¹ Comité Interministériel de Restructuration Industrielle

- S'agissant de la branche Papier, l'objectif est de sortir de la dépendance vis-à-vis de l'énergie fossile. Dans ce cadre, des investissements d'automatisation et dans une chaudière biomasse devraient être réalisés ;
- Pour la branche Sacs, l'objectif est de renforcer son positionnement en tant que spécialiste. Ce repositionnement passera notamment par l'investissement dans une 3^{ème} ligne plastique et par des investissements de renouvellement et de modernisation ;
- Enfin, en ce qui concerne la branche Complexes, l'objectif est d'accélérer la croissance sur les marchés ouverts grâce aux investissements d'ores et déjà réalisés par GASCOGNE.

La mise en place de ce plan industriel est conditionnée à la restructuration de la dette du Groupe, à la mise en place de nouveaux financements (dont 30,5 M€ de crédits « *capex* »), ainsi qu'au renforcement des fonds propres de la société GASCOGNE.

Les investisseurs ont vocation à accompagner le Groupe sur une durée suffisante à la mise en œuvre de ce plan, dont le retour sur investissement doit s'envisager sur le moyen-long terme, selon le Président d'ATTIS 2.

2.3.1.2. La restructuration de la dette

Les principaux termes et conditions de ce Protocole ayant trait à la restructuration de la dette sont les suivants :

- Restructuration d'une partie de la dette bancaire existante notamment par l'extension de sa maturité pour 25,9 M€, la transformation en Obligations Remboursables en Actions ou en Numéraire (ORAN) pour 12 M€ ainsi que la cession de 34,1 M€ de créances bancaires aux investisseurs puis leur incorporation en capital selon des modalités de souscription équivalentes à celles retenues dans l'augmentation de capital ouverte ;
- Les ORAN auront les principales caractéristiques suivantes :
 - Emission d'ORAN 1 et 2 au prix unitaire de 2,5 € réservées à certains créanciers bancaires et libérées par compensation avec leurs créances sur GASCOGNE.
 - Date de maturité : 31 décembre 2023.
 - Intérêts : non capitalisés au taux annuel de 1% à compter du 1^{er} décembre 2019.
 - Option de vente consentie aux banques créancières par BIOLANDES en 2018 et 2019.
 - Option d'achat consentie à BIOLANDES par les banques à compter du 1^{er} décembre 2019 et jusqu'à la date de maturité.
 - Remboursables en numéraire à tout moment au choix de GASCOGNE, ou remboursables en actions à la date de maturité avec une parité d'une action par ORAN.
 - Sûretés (nantissement de comptes-titres concernant les principales filiales du Groupe) au bénéfice uniquement des ORAN 1.
- Restructuration du passif fiscal et social moratorié qui s'élevait à 13 M€ au 31 décembre 2013.

2.3.1.3. Le renforcement des fonds propres

Les opérations de renforcement des fonds propres donneraient lieu à la séquence d'émissions de titres et de réduction de capital suivante :

- Augmentation de capital réservée, par incorporation de créances bancaires acquises par ATTIS 2 et EEM, pour un montant total de 34,1 M€ (prix d'émission d'environ 17,88 € par action) ;
- Réduction de capital motivée par des pertes, par voie de réduction de la valeur nominale des actions GASCOGNE SA de 5 à 2,5 € ;
- Augmentation de capital ouverte d'un montant maximum de 10,2 M€ à un prix de souscription de 2,5 € par action. Cette augmentation de capital sera garantie par ATTIS 2 et EEM à hauteur de 75% du montant total de l'augmentation de capital (soit 7,6 M€);
- Augmentation de capital maximum de 33,6 M€ réservée à ATTIS 2 et EEM (prix de souscription de 2,5€ par action) ;
- Emissions d'ORAN pour un montant d'environ 12 M€ réservées à certains créanciers bancaires du Groupe et libérées par compensation avec leurs créances sur GASCOGNE.

2.3.1.4. Impact de l'opération sur l'actionnariat, les fonds propres et la dette du Groupe

A l'issue de ces opérations, la structure du capital de GASCOGNE sera la suivante selon que les actionnaires ne participent pas à l'augmentation de capital ouverte (1^{er} tableau) ou selon qu'ils y participent au maximum de leurs droits préférentiels de souscription (2^{ème} tableau)¹² :

¹² DRT a fait part de son intention de ne pas souscrire à l'augmentation de capital ouverte, ce dont il a été tenu compte.

Absence de souscription augmentation de capital ouverte	Actionnariat actuel		Après incorporation créances		Après réduction de capital (réduction du nominal)		Après augmentation de capital en numéraire ouverte		Après augmentation de capital réservée	
	ATTIS 2 et EEM									
Actionnaires	nbre d'actions	en %	nbre d'actions	en %	nbre d'actions	en %	nbre d'actions	en %	nbre d'actions	en %
ATTIS 2	-	0,00%	1 829 153	46,87%	1 829 153	46,87%	3 760 054	54,02%	14 399 999	72,08%
DRT	45 126	2,26%	45 126	1,16%	45 126	1,16%	45 126	0,65%	45 126	0,23%
Sous-total concert	45 126	2,26%	1 874 279	48,02%	1 874 279	48,02%	3 805 180	54,67%	14 445 125	72,31%
EEM	575 412	28,86%	655 063	16,78%	655 063	16,78%	1 782 227	25,60%	4 158 867	20,82%
AUTOCONTROLE	40 206	2,02%	40 206	1,03%	40 206	1,03%	40 206	0,58%	40 206	0,20%
AUTRES ACTIONNAIRES	1 333 219	66,86%	1 333 219	34,16%	1 333 219	34,16%	1 333 219	19,15%	1 333 219	6,67%
dont Public	848 309	42,54%	848 309	21,74%	848 309	21,74%	848 309	12,19%	848 309	4,25%
TOTAL	1 993 963	100,00%	3 902 767	100,00%	3 902 767	100,00%	6 960 832	100,00%	19 977 417	100,00%
Nominal par action	5,0		5,0		2,5		2,5		2,5	
Valeur capital social	9 969 815		19 513 835		9 756 918		17 402 080		49 943 543	

Souscription augmentation de capital ouverte (hors DPS de DRT)	Actionnariat actuel		Après incorporation créances		Après réduction de capital (réduction du nominal)		Après augmentation de capital en numéraire ouverte		Après augmentation de capital réservée	
	ATTIS 2 et EEM									
Actionnaires	nbre d'actions	en %	nbre d'actions	en %	nbre d'actions	en %	nbre d'actions	en %	nbre d'actions	en %
ATTIS 2	-	0,00%	1 829 153	46,87%	1 829 153	46,87%	3 760 054	47,12%	14 399 999	68,35%
DRT	45 126	2,26%	45 126	1,16%	45 126	1,16%	45 126	0,57%	45 126	0,21%
Sous-total concert	45 126	2,26%	1 874 279	48,02%	1 874 279	48,02%	3 805 180	47,68%	14 445 125	68,56%
EEM	575 412	28,86%	655 063	16,78%	655 063	16,78%	1 394 204	17,47%	3 842 867	18,24%
AUTOCONTROLE	40 206	2,02%	40 206	1,03%	40 206	1,03%	40 206	0,50%	40 206	0,19%
AUTRES ACTIONNAIRES	1 333 219	66,86%	1 333 219	34,16%	1 333 219	34,16%	2 740 596	34,34%	2 740 596	13,01%
dont Public	848 309	42,54%	848 309	21,74%	848 309	21,74%	1 743 804	21,85%	1 743 804	8,28%
TOTAL	1 993 963	100,00%	3 902 767	100,00%	3 902 767	100,00%	7 980 186	100,00%	21 068 794	100,00%
Nominal par action	5,0		5,0		2,5		2,5		2,5	
Valeur capital social	9 969 815		19 513 835		9 756 918		19 950 465		52 671 986	

Source : Protocole de Conciliation du 9 avril 2014 et analyse du cabinet FINEXSI

Les Autres actionnaires sont ceux qui ne sont pas parties au Protocole. Ils représentaient 66,86% du capital social avant les Opérations. Ces actionnaires peuvent souscrire à l'augmentation de capital ouverte dont le montant total maximum s'élève à 10,2 M€. Si celle-ci est souscrite par eux au maximum de leurs droits préférentiels de souscription, leur pourcentage de détention de GASCOGNE SA pourrait atteindre 13,01%. S'ils ne souscrivent pas, leur pourcentage de détention sera de 6,67% du capital, étant observé qu'à défaut de souscription de leur part, l'augmentation aura lieu à hauteur de 7,6 M€ du fait de l'engagement de souscrire donné par EEM et ATTIS 2.

Dans l'hypothèse d'un remboursement en actions de la totalité des ORAN, dont la date de maturité est fixée au 31 décembre 2023 (cf. §2.3.1.2), et sur la base d'une parité d'une action GASCOGNE SA pour une ORAN, les Autres actionnaires détiendraient 10,59% du capital de GASCOGNE SA s'ils souscrivaient à l'augmentation de capital ouverte, et 5,38% s'ils n'y participaient pas. (cf. Tableau de simulation des impacts au § 4.5).

Les tableaux ci-dessous présentent les impacts des Opérations sur les fonds propres, la dette financière et la trésorerie de GASCOGNE, par rapport aux comptes consolidés au 31 décembre 2013 (avant remboursement des ORAN) :

Absence de souscription à l'augmentation de capital ouverte

En K€	Impact capital social	Impact prime et RAN*	Impact ORAN **	Total impact capitaux propres	Impact dette	Impact trésorerie
Incorporation créances ATTIS 2 et EEM	9 544	24 577		34 121	(34 121)	
Réduction de capital (réduction du nominal)	(9 757)	9 757				
Augmentation de capital en numéraire ouverte (min)	7 645			7 645		7 645
Augmentation de capital réservée (min)	32 541			32 541	(3 760)	28 782
Autres					(3 101)	
Conversion de dette bancaire en ORAN			12 053	12 053	(12 053)	
TOTAL	39 974	34 334	12 053	86 361	(53 035)	36 427

Souscription à l'augmentation de capital ouverte (hors DPS de DRT)

En K€	Impact capital social	Impact prime et RAN*	Impact ORAN **	Total impact capitaux propres	Impact dette	Impact trésorerie
Incorporation créances ATTIS 2 et EEM	9 544	24 577		34 121	(34 121)	
Réduction de capital (réduction du nominal)	(9 757)	9 757				
Augmentation de capital en numéraire ouverte	10 194			10 194		10 194
Augmentation de capital réservée	32 722			32 722	(3 760)	28 962
Autres					(3 101)	
Conversion de dette bancaire en ORAN			12 053	12 053	(12 053)	
TOTAL	42 702	34 334	12 053	89 089	(53 035)	39 156

Source : Protocole de Conciliation 9 avril 2014 et analyse du cabinet FINEXSI

* Report à nouveau

** Les ORAN sont présentées en capitaux propres, dans l'hypothèse de leur remboursement total en actions à leur échéance

Les Opérations auront donc pour conséquences :

- Une augmentation des capitaux propres de GASCOGNE d'un montant de 86,4 M€ à 89,1 M€¹³ ;
- Une réduction de la dette de 53 M€ ;
- Un apport immédiat de trésorerie d'un montant compris entre 36,4 M€ et 39,2 M€¹³.

2.3.2 Conditions suspensives et caducité

La réalisation du Protocole de conciliation signé le 9 avril 2014 ne deviendra définitive qu'à compter du jour où les conditions suspensives ci-après auront été réalisées et si aucune occurrence de caducité telle que définie ci-dessous n'est intervenue :

- La tenue des réunions des institutions représentatives du personnel des sociétés du Groupe GASCOGNE ainsi que l'approbation de l'opération par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires de GASCOGNE SA ;
- L'obtention auprès de l'AMF des documents et accords suivants :
 - Dérogation prévue par l'article 234-9-2° de son règlement général concernant le dépôt d'un projet d'offre publique, reconnaissant la prédominance au sein du concert composé d'ATTIS 2 et de DRT, d'un sous-concert composé de BIOLANDES et de DRT, lui-même prédominé par BIOLANDES ;

¹³ suivant qu'aucun des actionnaires, ou que tous les actionnaires, participent à l'augmentation de capital ouverte

- Enregistrement du document de référence 2013 du Groupe GASCOGNE ;
- Obtention du visa de l'AMF concernant la note d'opération ;

lesquels devront être purgés de tout recours ;

- L'obtention de l'accord des autorités compétentes en matière de contrôle des concentrations ;
- L'acceptation des organismes publics concernant la demande d'abandon d'une partie des créances et des pénalités y afférant ainsi que l'échelonnement du solde à rembourser ;
- L'approbation par l'Assemblée Générale Mixte de l'ensemble des projets de résolutions nécessaires à la réalisation des augmentations de capital, de la réduction de capital, des émissions des ORAN et des nominations de nouveaux administrateurs et censeurs ;
- La mise sous séquestre de 5 M€ par EEM au plus tard le 13 juin 2014 ;
- L'octroi par les tribunaux de commerce de Dax et de Mont-de-Marsan aux banques prêteuses du privilège de conciliation prévu aux dispositions de l'article L. 611-11 du Code de commerce ;
- L'obtention des certificats de non-recours attestant que l'ensemble des jugements d'homologation du Protocole devant être rendus par les Tribunaux de commerce de Dax et de Mont-de-Marsan aura été purgé de tout recours.

Si ces conditions suspensives ne sont pas levées au plus tard le 21 juillet 2014, le Protocole de conciliation sera considéré comme caduc.

Par ailleurs, le Protocole de conciliation sera de plein droit caduc en cas de survenance des événements décrits ci-après :

- Déclaration de cessation de paiement et ouverture d'une procédure de sauvegarde d'une des sociétés du Groupe GASCOGNE ;
- Révélation ou survenance d'événements post clôture impactant négativement le plan industriel et commercial ainsi que son financement ;
- Non-respect de l'un des engagements pris au titre du Protocole par GASCOGNE ou ses principales filiales ;
- Résiliation de l'un des « *standstill* » conditionnels consentis par les banques du Groupe et EEM ;
- Absence de nomination par les tribunaux de Dax et de Mont-de-Marsan d'un mandataire *ad hoc* pour le suivi de la mise en œuvre du Protocole jusqu'au 19 septembre 2014 ou la date de la libération d'ATTIS 2 et d'EEM lors de l'augmentation de capital réservée, si elle est antérieure.

3. Eléments d'appréciation de la valeur du Groupe GASCOGNE

3.1. Données de base pour l'évaluation de GASCOGNE

3.1.1. Structure du capital et nombre d'actions

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions en circulation au 28 février 2014, à savoir 1.993.963 actions, retraité du nombre d'actions auto-détenues (40.206 actions d'autocontrôle), soit 1.953.757 actions.

Il n'y a plus d'instruments dilutifs au 31 décembre 2013, ni au 28 février 2014.

Nous avons retenu le nombre d'actions avant opérations de restructuration car nos travaux de valorisation sont réalisés dans un contexte « *stand alone* », c'est-à-dire dans la situation actuelle de la Société sans prise en compte des opérations d'investissements et de restructuration présentées au §2.3.

3.1.2. Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dettes financières réels de GASCOGNE tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2013.

Hormis les emprunts et dettes financières assimilées, les valeurs mobilières de placement et les disponibilités, qui n'appellent pas de commentaires particuliers, nous avons inclus dans l'endettement net les principaux éléments suivants :

- Le moratoire obtenu par GASCOGNE au titre de son passif fiscal et social (11,3 M€) et de son passif auprès de la caisse de retraite (1,7 M€), soit pour un montant de 13 M€ au 31 décembre 2013 ;
- Les engagements de retraites qui représentaient 17,7 M€ au 31 décembre 2013.

Après retraitements, la dette financière nette ajustée s'élève à 135,6 M€ d'euros :

Dette financière nette de Gascogne	M€
Dette financière nette au 31/12/2013	(104,9)
Moratoire	(13,0)
<i>Dont passif fiscal et social</i>	(11,3)
<i>Dont passif caisse de retraite</i>	(1,7)
Engagements retraite	(17,7)
Dette financière nette ajustée	(135,6)

Source : Document de référence de Gascogne au 31 décembre 2013 et analyse du cabinet FINEXSI

3.1.3. Intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires, comptabilisés au 31 décembre 2013 pour un montant de 32 K€, sont essentiellement constitués d'une participation de 49% dans GASCOGNE ITALIA (Branche Papier), filiale de commercialisation avec laquelle le Groupe n'a plus d'activité depuis fin juillet 2013.

Les intérêts minoritaires ont été éliminés pour leur valeur comptable au 31 décembre 2013, soit 32 K€, afin de passer d'une valeur des fonds propres de GASCOGNE à une valeur des fonds propres part du Groupe.

3.2. Méthodes d'évaluation écartées

3.2.1. La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Depuis 2008, GASCOGNE SA n'a pas distribué de dividendes. Par ailleurs, compte tenu de sa situation financière, la société n'est pas en mesure de distribuer des dividendes à moyen terme.

L'évaluation par la méthode des dividendes ne peut donc pas être mise en œuvre.

3.2.2. Méthode des cours cibles des analystes financiers

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers. Seuls trois analystes effectuent un suivi du titre et fournissent une présentation de la Société et de ses concurrents. Cependant aucun n'estime un prix cible pour l'action GASCOGNE SA.

Dans ce contexte, nous n'avons pas pu mettre en œuvre cette méthode.

3.2.3. Analyse du cours de bourse

La Société a été introduite à la bourse de Paris en 1991. Les actions sont actuellement cotées sur le compartiment C de l'Eurolist de NYSE EURONEXT PARIS (Code ISIN FR0000124414).

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant, ainsi que de l'absence d'événements exceptionnels susceptibles de fausser l'évolution normale du cours.

Sur la base du dernier cours avant suspension de la cotation, soit celui du 14 janvier 2014, les volumes échangés sur le titre sont résumés ci-dessous :

Période	CMPV ⁽¹⁾	Nbre de titres échangés moyen	Capitaux échangés moyens (K€)	Nbre de titres échangés cumulé	Capitaux échangés cumulés (K€)	Rotation du capital ⁽²⁾	Rotation du flottant ⁽³⁾
Dernier cours	7,95	9 629	76	9 629	76	0,0%	0,2%
1 mois	6,93	14 965	104	299 295	2 072	0,8%	6,0%
3 mois	7,17	23 184	171	1 483 765	10 948	4,1%	29,6%
6 mois	5,95	18 945	115	2 443 947	14 887	6,8%	48,8%
9 mois	5,69	13 828	80	2 668 821	15 528	7,5%	53,3%
12 mois	5,56	11 293	64	2 891 094	16 410	8,1%	57,7%
24 mois	5,81	8 132	48	4 057 737	23 928	11,3%	80,8%
Mois cours de juillet 2013⁽⁴⁾	2,58						
Cours le plus haut sur 12 mois⁽⁵⁾	8,45						
Cours le plus bas sur 12 mois⁽⁶⁾	2,20						
Cours le plus haut sur 24 mois⁽⁷⁾	23,71						
Cours le plus bas sur 24 mois⁽⁶⁾	2,20						

Source : Datastream et Nyse Euronext au 14 janvier 2014, Analyse du cabinet FINEXSI

⁽¹⁾ CMPV : cours moyen pondéré par les volumes

⁽²⁾ Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Datastream.

⁽³⁾ Calculé sur la base des données Datastream dans lesquelles les actions auto-détenues sont assimilées à du flottant.

⁽⁴⁾ Cours moyen non pondéré par les volume

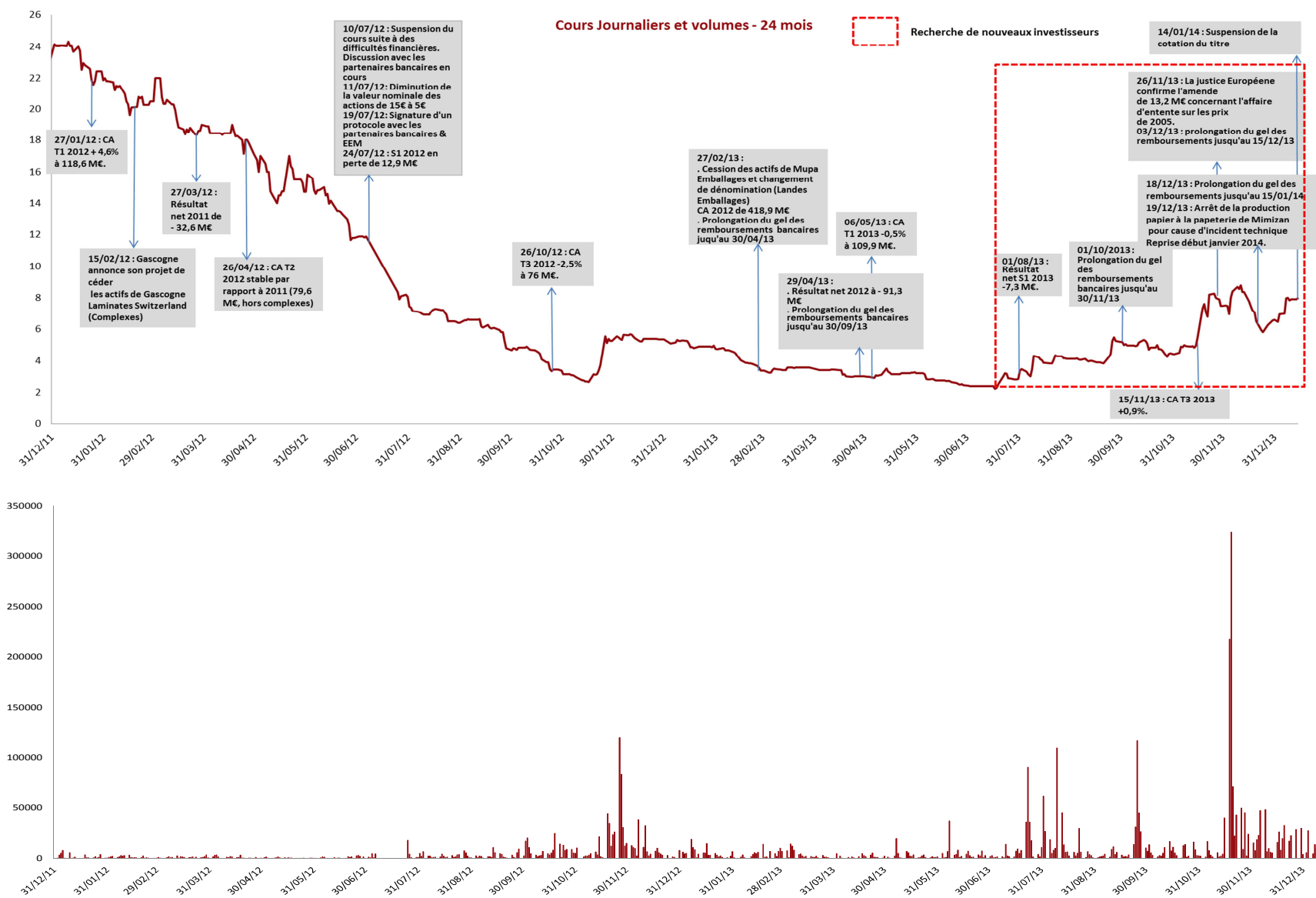
⁽⁵⁾ Le 11 décembre 2013

⁽⁶⁾ Le 17 juillet 2013

⁽⁷⁾ Le 16 janvier 2012

Sur les 24 derniers mois (antérieurs au 15 janvier 2014), le volume moyen quotidien d'actions GASCogne SA échangé est de 8.132 actions, soit moins de 50 K€ en moyenne sur la séance. Le plus haut volume échangé sur cette période est de 324.017 actions (le 19 novembre 2013).

Le cours de bourse de l'action GASCogne SA a évolué comme suit sur les 24 derniers mois :



Source : Datastream et Communiqués de presse de GASCogne

Nous constatons que la tendance du cours de GASCOGNE SA est baissière depuis le début de l'année 2012 jusqu'en juillet 2013 où le cours atteint son niveau le plus bas à 2,20€ (le 17 juillet 2013). A compter de juillet 2013, la communication financière de GASCOGNE a porté sur :

- les mauvais résultats du 1^{er} semestre 2013 (communication du 01/08/2013),
- la confirmation de l'amende infligée à GASCOGNE par la COMMISSION EUROPEENNE (communication du 26/11/2013),
- l'arrêt de la production de la papeterie de Mimizan suite à l'incident technique du 10 décembre 2013 (communication du 19/12/2013).

En dépit de ce contexte d'informations négatives portées à la connaissance du marché, le cours de GASCOGNE SA est remonté significativement à 4 €, puis 5 € avant d'atteindre 7,95 € le 14 janvier 2014, date de suspension de la cotation.

Il semble que l'absence d'exigibilité anticipée des crédits bancaires et du crédit EEM (malgré la situation de défaut avérée du Groupe), ainsi que l'annonce du gel des remboursements du solde du crédit New Money, renouvelé 3 fois entre avril et novembre 2013, aient favorisé un contexte spéculatif sur la valeur GASCOGNE. On peut également mentionner les rumeurs qui sont apparues au mois d'août 2013 dans la presse locale¹⁴, faisant état d'une possible solution de reprise par des industriels.

Ce constat est renforcé par :

- L'extrême volatilité du cours sur le deuxième semestre 2013 après une longue période de stabilité, et ce, sans évolution des fondamentaux ;
- L'absence de franchissement de seuil de contrôle et l'absence de changement dans l'actionnariat historique malgré la forte volatilité du cours.

Il convient enfin de relever que le prix de 2,5 € par action retenu pour l'Augmentation de capital correspond à la moyenne du cours GASCOGNE constatée sur le mois de juillet 2013 (2,58 €), période à partir de laquelle les sociétés BIOLANDES et DRT ont marqué leur intérêt pour le dossier GASCOGNE.

Le caractère non rationnel du cours de bourse ne nous permet donc pas de le retenir dans nos méthodes de valorisation comme un critère pertinent, qui plus est dans un contexte de liquidité limitée du titre.

3.3. Méthodes d'évaluation retenues

3.3.1. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur éléments d'actifs.

La situation financière actuelle de GASCOGNE (avant mise en œuvre du Protocole) ne permettant pas d'envisager en l'état de perspectives de croissance et de rentabilité, nous considérons que l'actif net comptable consolidé peut constituer une référence pour la valeur du Groupe, dès lors qu'il traduit le prix de revient des différents actifs du Groupe.

¹⁴ Cf. article du 21 août 2013 dans Sud Ouest



Cette référence, qui n'appréhende pas les éventuels coûts de liquidation, suppose de raisonner en continuité d'exploitation.

3.3.2. Valeur de reprise

Compte tenu de son niveau très élevé d'endettement, le Groupe a été en conciliation à deux reprises depuis 2012 et encourt aujourd'hui un risque de défaut dans l'hypothèse d'un échec de la mise en œuvre du Protocole. Dans ce cas, la valeur du Groupe pourrait être approchée par le prix de cession des différentes branches d'activité.

La valeur du Groupe GASCOGNE pourrait donc également être définie par référence à sa valeur de reprise.

3.3.3. Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Nous avons mis en œuvre cette méthode sur la base de plans d'affaires « *stand alone* » par branche d'activité établis à partir des plans d'affaires suivants transmis par GASCOGNE :

- Le « plan des investisseurs » pour 2014-2017 intégrant les opérations de restructuration présentées en § 2.3 ;
- Les business plan 2014-2017 utilisés pour les besoins des tests de dépréciation (n'intégrant aucun investissement de développement ni plan de restructuration, dans un contexte « *stand alone* »).

3.3.4. Méthode de la somme des parties sur la base des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

En raison de la répartition de l'activité du Groupe sur 4 branches d'activité, il n'existe pas de société qui lui soit comparable dans sa globalité. Nous avons donc identifié des sociétés cotées comparables par branche d'activité.

Compte tenu de la forte intégration entre les branches Papier et Sacs, nous avons regroupé ces deux branches pour nos analyses.

Nous avons identifié 4 sociétés comparables pour la branche Bois, 5 pour la branche Papier / Sacs, et 4 pour la branche Complexes, dont l'activité et la taille ont été jugées suffisamment comparables aux différentes branches de GASCOGNE et dont les données prévisionnelles étaient disponibles.



Nous avons retenu l'EBITDA¹⁵ qui est l'agrégat le plus pertinent car il permet de limiter l'impact des distorsions résultant de politiques d'amortissements différentes entre les sociétés de l'échantillon. Nous avons appliqué à l'EBITDA estimé par activité pour 2014 et 2015 (plan d'affaires « *stand alone* »), les multiples observés sur les mêmes périodes pour les sociétés de l'échantillon.

Toutefois, compte tenu des différentiels de rentabilité et de croissance de chiffre d'affaires prévisionnels entre les sociétés de nos échantillons et les différentes branches de GASCOGNE, nous ne présentons cette méthode qu'à titre secondaire.

3.3.5. Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Nous avons, comme dans l'approche par les comparables boursiers, regroupé les branches Papier et Sacs pour réaliser nos travaux de valorisation.

Nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur 2 transactions concernant la branche Bois, 5 concernant la branche Papier / Sacs, et 2 concernant la branche Complexes, afin de couvrir l'ensemble des branches d'activité de la société GASCOGNE.

Toutefois, compte tenu des différentiels de rentabilité entre les sociétés de nos échantillons de transactions comparables et les différentes branches de GASCOGNE, nous ne présentons cette méthode qu'à titre secondaire.

3.4. Mise en œuvre de la valorisation de la société GASCOGNE

3.4.1. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

3.4.1.1. Actif net comptable consolidé

Au 31 décembre 2013, l'actif net comptable consolidé du Groupe GASCOGNE s'élève à 6,1 M€, soit 3,06 € par action GASCOGNE SA.

En 2013, une dépréciation d'actifs de 35 M€ a été comptabilisée suite aux tests d'*impairment* (dont 33 M€ pour la branche Papier et 2 M€ pour la branche Bois), sachant qu'une dépréciation d'actifs de 60 M€ (23 M€ pour la branche Papier et 37 M€ pour la Branche Bois) avait déjà été comptabilisée en 2012.

Au 31 décembre 2013, les capitaux propres consolidés étaient essentiellement constitués :

- d'incorporels pour 4,6 M€, dont principalement 3 M€ de goodwill concernant les activités sacs et complexes ;
- d'immobilisations corporelles pour 75,7 M€ ;

¹⁵ EBITDA : résultat opérationnel courant + dotations aux amortissements et provisions nettes des reprises.



- de participations mises en équivalence et d'autres actifs financiers non courants pour 11,1 M€ ;
- d'un besoin en fonds de roulement de 49,4¹⁶ M€ ;
- d'autres passifs non courants pour 4,5 M€ ;
- de provisions pour 25,3 M€
- et d'un endettement financier net de 104,9 M€.

Le premier trimestre 2014 s'est traduit par une perte nette consolidée de 3,5 M€¹⁷. En tenant compte de ce résultat, l'actif net comptable consolidé de GASCOGNE au 31 mars 2014 s'établit donc à 2,6 M€, **soit 1,29 € par action**

Cette hypothèse de valorisation par référence à l'actif net comptable consolidé, qui n'intègre aucun coût de liquidation, suppose que la continuité d'exploitation est assurée, ce qui n'est pas garanti dans le cas où le Protocole ne serait pas mis en œuvre.

3.4.1.2. Valeur de reprise

Comme nous l'avons vu au § 3.3.2., dans l'hypothèse d'une absence de mise en œuvre du Protocole, il conviendrait d'évaluer le Groupe par référence à sa valeur de reprise. Il est très difficile d'évaluer la valeur de reprise du Groupe de façon précise, car elle repose sur un grand nombre d'hypothèses complexes (différents scénarios de cession, prix de cession de certains actifs, estimation du coût d'éventuelles restructurations...).

Pour approcher cette valeur, nous avons donc analysé les marques d'intérêts reçues par GASCOGNE en 2013 de la part des fonds d'investissement (cf. § 2.2) permettant ainsi d'identifier la valeur qu'ils reconnaissaient au Groupe.

La première marque d'intérêt qui visait la reprise globale du Groupe GASCOGNE prévoyait une augmentation de capital de 15 M€ à un prix de 0,4 €/par action (puis la mise en place d'une offre publique d'achat au même prix pour retrait de la cote), sous conditions de :

- l'abandon du prêt syndiqué par les banques à hauteur de 53 M€, et des 10,5 M€ de dette liée à l'amende de Bruxelles ;
- la réduction substantielle des dettes sociales et fiscales ;
- du rééchelonnement des New Money, prêt FDES et FCPE.

La deuxième marque d'intérêt concernait la reprise du Groupe GASCOGNE hors branche Bois (sortie pré-opération de la branche Bois ainsi que de FORESTIERE DE GASCOGNE) via une augmentation de capital de 20 M€ à un prix de souscription par action de l'ordre de 1,8 €, sous conditions de :

- l'abandon de la ligne de crédit Moyen-Long terme ;
- la réduction substantielle des dettes sociales et fiscales ;

¹⁶ Dont 1,3 M€ de passifs concernant les activités en cours de cession

¹⁷ Résultat non audité selon communiqué de GASCOGNE SA du 7 mai 2014



- l'atteinte d'un EBITDA hors branche Bois au 31 décembre 2013 supérieur ou égal à 20 M€ (sachant qu'en réalité l'EBITDA du Groupe hors activité Bois s'est élevé à 11,8 M€ au 31 décembre 2013).

Une troisième marque d'intérêt, présentée par un groupe de 3 fonds d'investissement, excluait également la branche Bois et prévoyait que les fonds reprennent chacun une branche. Le projet prévoyait également un abandon total des dettes bancaires ainsi qu'un investissement maximum de 30 M€.

En réalité, un seul investisseur potentiel est entré en période d'exclusivité et n'a finalement pas donné suite en motivant son refus par :

- des coûts de restructuration trop importants ;
- l'impossibilité d'une reprise des branches séparément compte tenu de leur trop forte interdépendance ;
- des perspectives d'évolution trop limitées sur une des branches.

En synthèse, nous comprenons qu'aucune offre n'a été formulée, que seules 3 marques d'intérêt ont été obtenues à l'issue du processus de recherche d'investisseurs (sur 50 contreparties contactées) et que la seule marque d'intérêt portant sur l'ensemble du Groupe valorisait l'action GASCOGNE à 0,4€ sous condition d'abandon de la dette bancaire à hauteur de 63 M€.

Compte tenu des dettes dont l'abandon était demandé par les investisseurs potentiels concernés, **aucune valeur positive n'a en pratique été envisagée pour la reprise du Groupe.**

3.4.1.3. L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Compte tenu de la situation financière du Groupe, sa capacité d'endettement est nulle et ne permet pas de financer un quelconque investissement dans un outil industriel ou un plan de restructuration.

Le business plan que nous avons retenu correspond à une hypothèse de stand-alone. Il a été établi sur la base (i) du plan d'affaires retenu pour les tests de dépréciation (2014-2017) et (ii) du plan des investisseurs (2014-2017) retraité des investissements et des gains de productivité afférents. La capacité de production a été considérée constante sur l'horizon du plan, à l'exception de la branche Complexes pour laquelle la montée en puissance de la nouvelle machine M02, mise en service courant 2013, est constatée dès 2014.

Dans ce cadre, nous avons retenu les principales hypothèses suivantes :

- Branche Bois :
 - Le contexte économique reste difficile. En l'absence d'une ligne de coupe-aboutage, Gascogne Wood ne peut répondre aux exigences du marché (grandes longueurs pour bardages et terrasses notamment) ;
 - Une nouvelle chaudière biomasse a été mise en service sur le site de Castets permettant de réduire les coûts d'énergie ;



- Le taux de marge d'EBITDA, négatif en 2013, ne devrait pas redevenir positif sur la période 2014-2017 compte tenu de l'absence de financements permettant la restructuration nécessaire ;
 - Les investissements de maintenance s'élèvent à 0,8 M€ annuellement.
- Branche Papier :
- L'activité Papier est caractérisée par un chiffre d'affaires régulier, l'outil industriel étant par ailleurs saturé. L'hypothèse de hausse du prix moyen de vente en SKN (Sac Kraft Naturel) et KNF (Kraft Naturel frictionné) a donc été limitée à 1% par an (correspondant essentiellement à l'inflation) sur 2014-2016 ;
 - L'arrêt réglementaire de la chaudière, prévu tous les 24 mois, a été positionné tous les deux ans. La fermeture de l'usine (et donc la perte de chiffre d'affaires correspondante) ainsi que les charges d'entretien afférentes grèvent les EBITDA des exercices concernés d'environ 27% ;
 - La combustion des fines¹⁸ en four à chaux (mise en place début 2014) permettra une économie de 0,8 M€ en année pleine ;
 - Les investissements de maintenance (de l'ordre de 5 M€ par an) sont complétés par des investissements nécessaires à la mise à niveau de la chaudière mixte (9,4 M€ étalés sur 2014-2016).
- Branche Sacs :
- L'EBITDA de la branche Sacs connaît une croissance faible mais constante sur l'horizon du plan (taux de croissance annuel moyen de 4,4% entre 2014 et 2017). Cette amélioration de la marge s'explique par :
 - La diversification en sacs grande contenance hors du marché de la construction et notamment des sacs de ciment (réduction de la dépendance vis-à-vis de ce secteur) vers l'agro-alimentaire et la chimie, secteurs plus rentables et moins cycliques ;
 - La mutualisation des contrats et du réseau commercial entre Mimizan, Nantes et l'Allemagne (GASCOGNE SACK DEUTSCHLAND) ;
 - La disparition des quotas laitiers qui vont avoir pour conséquence une forte hausse de la demande.
 - Les investissements de maintenance s'élèvent à 0,8 M€ par an.
- Branche Complexes :
- Le Groupe a opéré depuis quelques années un repositionnement sur ses segments stratégiques : fermeture de 3 sites, cession de filiales déficitaires et programme d'investissement de plus de 25 M€ dans l'outil industriel sur la période 2008-2012. Dans le cadre de ce recentrage stratégique, cette branche a cédé en août 2012, les actifs de sa filiale suisse GASCOGNE LAMINATES SWITZERLAND et en janvier et février 2013, les actifs de sa filiale déficitaire MUPA EMBALLAGES, ainsi que le site industriel de Jarnac ;

¹⁸ Fines particules créées lors du sciage du bois.



- Depuis mai 2013, GASCOGNE LAMINATES dispose d'une nouvelle ligne de production de papiers et de films siliconés (investissement industriel de 11 M€). Ce nouvel équipement lui donne la capacité et l'avance technologique lui permettant d'une part d'accéder à de nouveaux marchés en forte croissance (tels que les marchés des composites de plus en plus utilisés dans l'aéronautique) et d'autre part de gagner en productivité ;
- L'amélioration de l'EBITDA sur l'horizon du plan (+ 52%) est essentiellement basée sur un repositionnement sur les marchés stratégiques (volume/mix), une montée en puissance des récents investissements (M02 mise en place en 2013 notamment) et une optimisation de l'utilisation des actifs.
- Les investissements de maintenance s'élèvent à 0,8 M€ par an.

Rappelons que ces hypothèses correspondent à un plan d'affaires du Groupe GASCOGNE en stand-alone, c'est-à-dire, sans tenir compte des investissements et mesures qui seront décidés par les Investisseurs.

Travaux d'évaluation :

- Le **flux normatif** a été déterminé par référence au flux 2017, à l'exception de la branche Papier pour laquelle le flux normatif tient compte de l'effet de l'arrêt réglementaire de la chaudière (tous les 2 ans).
- Compte tenu de l'absence de visibilité à moyen terme pour le Groupe, la **valeur terminale** doit être déterminée par référence à une valeur de sortie, estimée sur la base d'un multiple limité à 5 fois l'EBITDA normatif, ce qui constitue néanmoins une hypothèse optimiste.
- Compte tenu du fort niveau d'endettement du Groupe (135,6 M€ pour 6,1 M€ de capitaux propres consolidés), il n'existe pas d'effet de levier pour le Groupe GASCOGNE, et compte tenu de son incapacité à lever de la dette nouvelle, il est dans l'impossibilité de faire face au remboursement de la dette existante. Le taux d'actualisation a donc été retenu pour le coût des fonds propres.
- Le coût des fonds propres a été retenu à 15 %, correspondant à un taux sans risque de 2,23%¹⁹, une prime de risque marché actions de 5,76%²⁰ et une prime de risque spécifique de 7% liée à la situation financière de GASCOGNE. Ce taux correspond à notre estimation du rendement attendu par les investisseurs dans le contexte actuel du Groupe.

La mise en œuvre de ces hypothèses fait ressortir des flux d'exploitation négatifs pour les exercices 2014 et 2015.

La valeur d'entreprise ressort à 83,5 M€ ; soit un montant inférieur à la dette financière (135,6 M€) ; sur ces bases, **la valeur des fonds propres est négative**.

En pratique, il faudrait également tenir compte du financement des impasses de trésorerie prévues en 2014 et 2015, lequel semble improbable au regard de la situation financière du Groupe, ce qui renforce le constat d'une valeur négative des fonds propres.

¹⁹ Moyenne 12 mois OAT TEC 10 au 31 mars 2014 (Source Agence France Trésor)

²⁰ Prime de risque ID MidCap moyenne 1 an à mars 2014 (Source Epsilon Research)



3.4.2. Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

3.4.2.1. Méthode des comparables boursiers

Compte tenu des spécificités des marchés sur lesquels évolue GASCOGNE, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable. Nous avons par conséquent mis en œuvre une approche par branche qui nous a permis d'identifier plusieurs sociétés cotées comparables intervenant sur les différentes activités de GASCOGNE. Le descriptif de ces sociétés est présenté en Annexe 2.

Nous obtenons les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes pour 2014 et 2015 :

Branche/Entité <i>chiffres exprimés en millions (monnaie locale)</i>	Devise	Valeur d'entreprise	Capitalisation boursière*	EV/EBITDA 2014e	EV/EBITDA 2015e
Branche Bois					
West Fraser Timber Co. Ltd.	CAD	4 069	3 903	5,4x	4,5x
Norbord, Inc.	USD	1 911	1 656	9,6x	6,5x
Rougier S.A.	EUR	81	30	7,0x	6,3x
Boise Cascade Company	USD	1 356	1 173	7,3x	5,9x
Moyenne Branche Bois				7,3x	5,8x
Médiane Branche Bois				7,1x	6,1x
Branche Papier / Sacs					
Smurfit Kappa Group plc	EUR	6 890	4 273	5,7x	5,4x
BillerudKorsnäs Aktiebolag (publ)	SEK	24 286	17 238	7,7x	7,2x
UPM-Kymmene Oyj	EUR	9 980	6 639	8,0x	7,5x
Stora Enso Oyj	EUR	8 989	4 650	7,0x	6,7x
Domtar Corporation	USD	4 140	3 217	4,5x	4,4x
Moyenne Branche Papier / Sacs				6,6x	6,2x
Médiane Branche Papier / Sacs				7,0x	6,7x
Branche Complexes					
Ahlstrom Oyj	EUR	659	366	8,7x	6,9x
PH Glatfelter Co.	USD	1 579	1 260	7,4x	6,5x
Huhtamaki Oyj	EUR	2 494	2 080	8,7x	8,2x
Neenah Paper, Inc.	USD	879	741	7,2x	6,6x
Moyenne Branche Complexes				8,0x	7,0x
Médiane Branche Complexes				8,0x	6,8x

*Capitalisation boursière calculée sur la base du cours de bourse moyenne 30 jours

Source : Datastream

chiffres exprimés en milliers (monnaie locale)

En appliquant ces multiples aux EBITDA estimés par le management sur les années 2014 et 2015 du business plan « stand alone », nous obtenons les valorisations par branche suivantes :



Valorisation par la méthode des comparables boursiers
En M€

		EBITDA*	
		2014B	2015E
Branche Bois			
Agrégats stand alone branche Bois		(5,6)	(3,2)
Multiples médians retenus		7,1x	6,1x
Valeur d'entreprise Branche Bois	[a]	-	-
Branche Papier / Sacs			
Agrégats stand alone branche Papier / Sacs		9,4	11,0
Multiples médians retenus		7,0x	6,7x
Valeur d'entreprise Branche Papier / Sacs	[b]	66,1	73,5
Branche Complexes			
Agrégats stand alone branche Complexes		6,0	7,7
Multiples médians retenus		8,0x	6,8x
Valeur d'entreprise Branche Complexes	[c]	48,5	51,8
Valeur d'entreprise GASCOGNE	[d]=[a]+[b]+[c]	114,6	125,3

Source : Analyse du cabinet FINEXSI

*Les EBITDA 2014 et 2015 de la branche Holding, non significatifs, ont été répartis annuellement entre les branches d'activité au prorata du poids de leur chiffre d'affaires dans le chiffre d'affaires consolidé

En ce qui concerne la branche Bois, les EBITDA 2014 et 2015 étant négatifs, nous avons retenu une valeur d'entreprise nulle.

Sur ces bases, la valeur d'entreprise ressort dans une fourchette de 114,6 M€ à 125,3 M€. Compte tenu de la dette financière nette (135,6 M€) et des intérêts minoritaires (32 K€), **la valeur des fonds propres part du Groupe serait négative.**

A noter également que la mise en œuvre de cette méthode trouve ses limites dans la mesure où les sociétés comparables, bien que présentant des similarités en terme d'activités, ne sont pas pleinement comparables du fait de la structure financière très dégradée et des faibles marges dégagées par les activités du Groupe GASCOGNE par rapport aux autres sociétés du secteur (cf. analyse présentée en annexe 3), ainsi que dans le fait que la modélisation d'un retour à l'équilibre de la branche Bois selon un scénario crédible est complexe.

3.4.2.2. Méthode des transactions comparables

Nous avons analysé des transactions récentes (dans les trois dernières années) opérées sur des sociétés appartenant aux secteurs sur lesquels évolue GASCOGNE et portant sur la majorité du capital des cibles. Nous avons identifié les transactions suivantes pour lesquelles des informations publiques étaient disponibles :

- Branche Bois :
 - L'acquisition de SPANO INVEST par MOHAWK INDUSTRIES annoncée en janvier 2013 ;
 - L'acquisition de PERGO par MOHAWK INDUSTRIES annoncée en octobre 2012 ;



- Branche Papier / Sacs
 - L'acquisition de CONTEGO PACKAGING HOLDINGS par GRAPIC PACKAGING HOLDING CO annoncée en novembre 2012 ;
 - L'acquisition de DUROPACKWELLPAPPE and DUROPACK BUPAK par MONDI annoncée en septembre 2012 ;
 - L'acquisition des actifs de production de papier de la société UPM par BILLERUD FINLAND annoncée en février 2012 ;
 - L'acquisition de MONDI SWIECIE par MONDI annoncée en février 2012 ;
 - L'acquisition d'OTOR par DS SMITH annoncée en juillet 2010 ;
- Branche Complexes
 - L'acquisition de VERPAKKING BV par PAARDEKOOPEL GROUP annoncée en mars 2013 ;
 - L'acquisition de B-PACK DUE par AMCOR annoncée en octobre 2010.

Les multiples ont été obtenus sur la base des agrégats issus des derniers comptes clos de la société cible, disponibles à la date de l'acquisition. Le détail des multiples par transaction et par branche d'activité est le suivant :

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	Année de réf.	EV/ EBITDA
janv.-13	Mohawk Industries	Spano Invest (Spanogroup)	BEL	2011	4,8x
oct.-12	Mohawk Industries	Pergo	SWE	2011	6,0x
Moyenne échantillon branche Bois					5,4x
Médiane échantillon branche Bois					5,4x
nov.-12	Grapic Packaging Holding Co	Contego Packaging Holdings	GBR	2012	6,7x
sept.-12	Mondi	DuropackWellpappe and Duropack Bupak	DEU	2011	5,2x
févr.-12	Billerud Finland	Packaging Paper Production Assets of UPM	FIN	2011	7,2x
févr.-12	Mondi	Mondi Swiecie	POL	2011	5,8x
juil.-10	DS Smith	Otor	FRA	2009	5,6x
Moyenne échantillon branche Papier Sacs					6,1x
Médiane échantillon branche Papier Sacs					5,8x
mars-13	Paardekooper Group	Verpakking BV	NLD	2012	7,4x
oct.-10	Amcors	B-Pack Due	ITA	2010	5,3x
Moyenne échantillon branche Complexes					6,4x
Médiane échantillon branche Complexes					6,4x

Source : Epsilon Research et analyse du cabinet FINEXSI

En appliquant ces multiples aux EBITDA 2013 et 2014 de GASCOGNE, nous obtenons les valorisations par branche ci-dessous :



Valorisation par la méthode des transactions comparables
En M€

EBITDA*
2013 2014B

<i>Branche Bois</i>			
Agrégats stand alone branche Bois		(2,1)	(5,6)
Multiples médians retenus		5,4x	5,4x
Valeur d'entreprise Branche Bois	[a]	-	-
<i>Branche Papier / Sacs</i>			
Agrégats stand alone branche Papier / Sacs		9,1	9,4
Multiples médians retenus		5,8x	5,8x
Valeur d'entreprise Branche Papier / Sacs	[b]	52,5	54,6
<i>Branche Complexes</i>			
Agrégats stand alone branche Complexes		2,8	6,0
Multiples médians retenus		6,4x	6,4x
Valeur d'entreprise Branche Complexes	[c]	17,7	38,4
Valeur d'entreprise GASCOGNE	[d]	70,2	93,0

Source : Analyse du cabinet FINEXSI

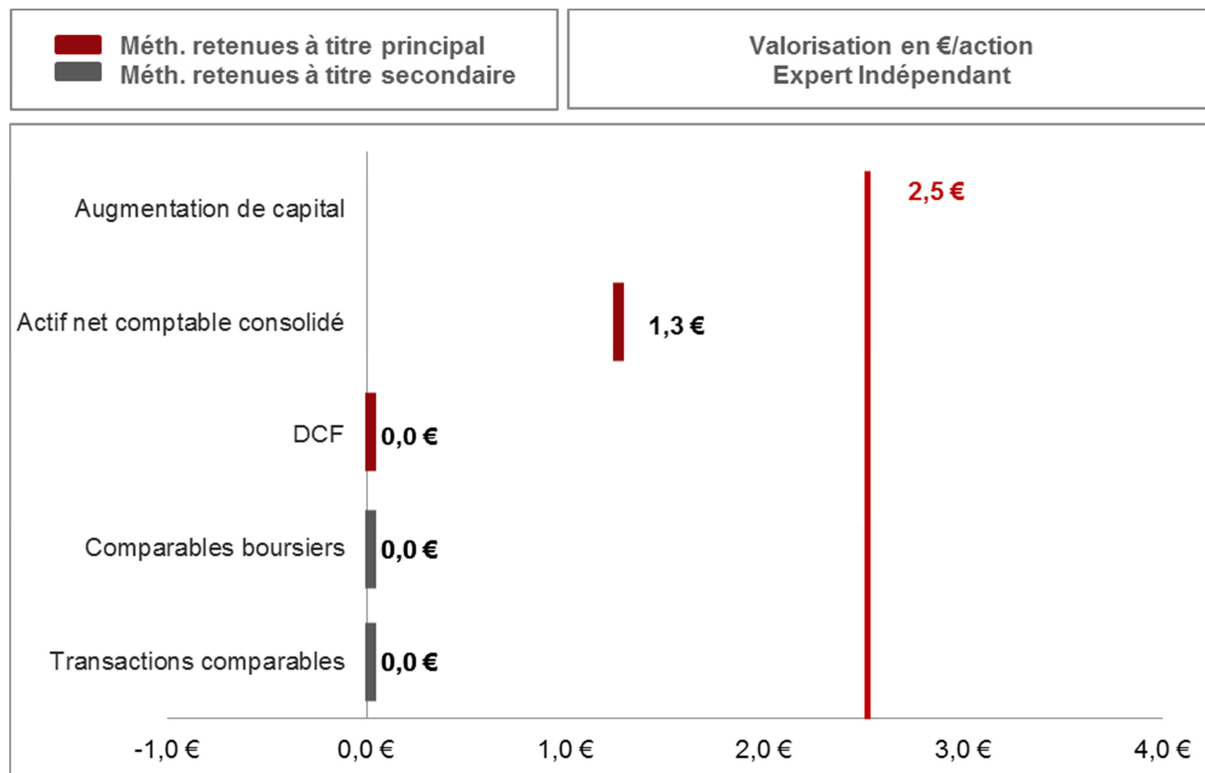
*Les EBITDA 2013 et 2014 de la branche Holding ont été répartis annuellement entre les branches d'activité au prorata du poids de leur chiffre d'affaires dans le chiffre d'affaires consolidé.

Comme pour la méthode des comparables boursiers, nous avons retenu une valeur d'entreprise nulle pour la branche Bois, les EBITDA 2013 et 2014 étant négatifs.

Sur ces bases, la valeur d'entreprise ressort dans une fourchette de 70,2 M€ à 93 M€. Compte tenu de la dette financière nette (135,6 M€) et des intérêts minoritaires (32 K€), **la valeur des fonds propres part du Groupe serait négative.**

A noter également que la mise en œuvre de cette méthode trouve ses limites dans la mesure où les sociétés cibles comparables, bien que présentant des similarités en terme d'activités, ne sont pas pleinement comparables du fait de leur niveau de rentabilité supérieur à celui des branches de GASCOGNE (cf. analyse présentée en annexe 4).

3.5. Synthèse des éléments d'appréciation de la valeur du Groupe



La mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation présentées ci-dessus n'a de sens que dans l'hypothèse d'une continuité d'exploitation de GASCOGNE. Or le caractère incertain de cette hypothèse a fait l'objet d'une observation dans le rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés 2013.

Le document de référence 2013 de GASCOGNE souligne à ce titre le fait qu'à défaut de réalisation du Protocole, les dettes relatives au crédit syndiqué (53,8 M€), à la caution Bruxelles (10,5 M€), au crédit New Money de juillet 2012 (6,7 M€), aux billets de trésorerie (3,5 M€) et aux découverts (10,3 M€) deviendraient exigibles, situation qui serait de nature à compromettre la continuité d'exploitation du Groupe.

La mise en œuvre du Protocole et du plan industriel (cf. § 2.3.1.1) est donc une condition *sine qua non* de la continuité d'exploitation du Groupe car, à défaut de réalisation, la restructuration et le rééchelonnement de la dette (cf. § 2.3.1.2) ne seront plus applicables et les dettes deviendront exigibles. Un tel scénario remettrait en cause la continuité d'exploitation du Groupe.

A l'issue de nos travaux, le prix d'émission de l'Augmentation de capital, **soit 2,5 euros par action**, apparaît comme supérieur aux valeurs qui résultent de la mise en œuvre de chacune des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes.



4 Accords connexes à l'Augmentation de capital réservée

Les modalités de cette opération d'Augmentation de capital réservée aux sociétés ATTIS 2 et EEM ont été précisées dans le Protocole de conciliation dont les principaux termes et conditions ont été repris en § 2.3 de ce présent rapport.

Nous avons procédé à une revue critique des termes de ce Protocole afin de relever tout élément pouvant procurer un avantage particulier de nature à remettre en cause l'équité du projet d'Augmentation de capital réservée.

4.1 Restructuration des dettes

La restructuration des dettes est présentée au paragraphe § 2.3.1.2.

L'ensemble des actionnaires bénéficiera de la restructuration de la dette existante, ainsi que d'une perspective de redressement et de développement du Groupe sur la base des nouveaux investissements qui seront réalisés conformément au plan industriel et commercial.

4.2 Augmentation de capital par incorporation des créances bancaires acquises

L'augmentation de capital en numéraire par incorporation de créances réservée à ATTIS 2 et à EEM, d'un montant de 34,1 M€ prime d'émission incluse, est réalisée par l'émission de 1.908.804 actions, émises à une valeur nominale de 5 € chacune, soit une valeur nominale totale de 9,5 M€, moyennant le versement d'une prime d'émission d'un montant total de 24,6 M€ (environ 12,88 € par action).

Du fait de ces modalités, ATTIS 2 et EEM ne bénéficient d'aucun effet relatif puisqu'ils reçoivent un nombre d'actions GASCOGNE (1.908.804 actions) dont la valeur nominale post-réduction de capital (cf. § 4.3) est égale au prix de rachat des créances bancaires acquises.

4.3 Réduction de capital

Au 31 décembre 2013, les capitaux propres de GASCOGNE SA sont négatifs et sont donc inférieurs à la moitié de son capital social.

Conformément à l'article L. 225-248 du Code de commerce, la société dispose d'un délai de deux ans suivant celui au cours duquel la constatation des pertes est intervenue, pour reconstituer ses capitaux propres.

La proposition de réduction de capital de GASCOGNE SA par voie de réduction de la valeur nominale des actions de 5 à 2,5 € est justifiée par ses pertes cumulées.



4.4 Augmentation de capital ouverte

L'augmentation de capital ouverte, d'un montant maximum de 10,2 M€, pourra être souscrite à un prix correspondant à celui de l'Augmentation de capital réservée, soit 2,5 € par action.

Par ailleurs, cette augmentation de capital sera garantie par ATTIS 2 et EEM à hauteur de 75% du montant total de l'augmentation de capital, soit 7,6 M€.

4.5 Emission d'ORAN au profit des banques

L'émission d'ORAN, réservée à certains créanciers bancaires du Groupe et libérée par compensation avec leurs créances sur GASCOGNE, est proposée au prix unitaire de 2,5 €, soit le prix de l'action retenue dans le cadre de l'Augmentation de capital réservée.

La date de maturité des ORAN est fixée au 31 décembre 2023.

Les titulaires des ORAN bénéficieraient d'une option de vente en 2018 et 2019 avec BIOLANDES pour contrepartie, et consentiraient une option d'achat au bénéfice de BIOLANDES à compter du 1er décembre 2019 et jusqu'à la date de maturité des ORAN.

Les ORAN sont remboursables en numéraire à tout moment au choix de GASCOGNE, ou en actions à leur date de maturité avec une parité d'une action GASCOGNE SA par ORAN.

La répartition du capital (i) post réduction de capital et augmentations de capital et (ii) post attribution des droits de vote double attachés aux actions émises dans le cadre des Opérations et (iii) après remboursement des ORAN en actions détenues par BIOLANDES (en prenant pour hypothèse l'exercice des promesses de vente et d'achat) serait la suivante :

Hors participation des actionnaires à l'augmentation de capital ouverte

Actionnaires	Nombre d'actions	en %	Droits de vote	en %
ATTIS 2	14 399 999	58,07%	28 799 998	69,77%
BIOLANDES TECHNOLOGIES	4 821 137	19,44%	4 821 137	11,68%
DRT	45 126	0,18%	90 252	0,22%
Sous-total concert	19 266 262	77,69%	33 711 387	81,67%
EEM	4 158 867	16,77%	5 843 671	14,16%
Autocontrôle	40 206	0,16%	-	0,00%
BNP Paribas	145 265	0,59%	145 265	0,35%
Meyssset Développement	103 193	0,42%	206 386	0,50%
Société Générale	102 645	0,41%	205 290	0,50%
Salariés	92 000	0,37%	163 500	0,40%
Crédit Agricole Région Développement	41 807	0,17%	85 939	0,21%
Public	848 309	3,42%	915 172	2,22%
Sous-total Autres actionnaires	1 333 219	5,38%	1 721 552	4,17%
TOTAL	24 798 554	100,00%	41 276 610	100,00%

Source : Protocole de conciliation du 9 avril 2014



Avec participation des actionnaires à l'augmentation de capital ouverte (hors DPS de DRT)

Actionnaires	Nombre d'actions	en %	Droits de vote	en %
ATTIS 2	14 399 999	55,62%	28 799 998	65,74%
BIOLANDES TECHNOLOGIES	4 821 137	18,62%	4 821 137	11,01%
DRT	45 126	0,17%	90 252	0,21%
Sous-total concert	19 266 262	74,42%	33 711 387	76,95%
EEM	3 842 867	14,84%	5 603 671	12,79%
Autocontrôle	40 206	0,16%	-	0,00%
BNP Paribas	298 610	1,15%	451 955	1,03%
Meysset Développement	212 126	0,82%	424 252	0,97%
Société Générale	210 999	0,81%	421 998	0,96%
Salariés	189 117	0,73%	357 734	0,82%
Crédit Agricole Région Développement	85 939	0,33%	130 071	0,30%
Public	1 743 805	6,74%	2 706 164	6,18%
Sous-total Autres actionnaires	2 740 596	10,59%	4 492 174	10,25%
TOTAL	25 889 931	100,00%	43 807 232	100,00%

Source : Protocole de conciliation du 9 avril 2014

Ainsi, dans l'hypothèse d'un remboursement en actions de la totalité des ORAN, les Autres actionnaires détiendraient au 2 janvier 2024 (date de remboursement des ORAN en actions) 10,59% du capital de GASCOGNE s'ils avaient souscrit en 2014 à l'augmentation de capital ouverte, ou 5,38% s'ils n'y avaient pas souscrit.


Par ailleurs, il convient de noter que le taux d'intérêt annuel rémunérant les ORAN, soit seulement 1%, n'est pas susceptible de favoriser les porteurs.

5 Conclusion

Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'opération d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires de GASCOGNE, réservée aux sociétés ATTIS 2 et EEM au prix de 2,5 € par action.

Le caractère équitable de l'opération s'apprécie dans le contexte plus global du Protocole de conciliation et est à mesurer non seulement dans sa composante pécuniaire mais également dans son impact sur le devenir du Groupe GASCOGNE qui, à défaut d'apport en capital et de restructuration de sa dette, verrait la continuité de son exploitation à court terme compromise, sans qu'aucune alternative au Protocole de conciliation ne soit identifiée à notre connaissance.

Le prix d'émission de l'augmentation de capital (2,5 € par action) est conforté par l'approche multicritères que nous avons mise en œuvre puisque l'ensemble de nos travaux aboutit à une valorisation négative des capitaux propres de GASCOGNE en « stand alone ». L'entrée des Investisseurs doit permettre le financement de la restructuration et des investissements nécessaires au maintien de l'outil productif, assurant ainsi la continuité d'exploitation du Groupe, laquelle pourrait être compromise si le Protocole de conciliation ne se réalisait pas.



En ce qui concerne l'impact de l'opération sur la participation des Autres actionnaires (ceux qui ne sont pas parties au Protocole) dans le capital de GASCOGNE SA qui passerait de 66,86% à 13,01% au maximum à la date de réalisation de l'Augmentation de capital réservée, il convient d'apprécier cette forte dilution au regard des deux scénarios suivants :

- Dans le cas d'un échec du Protocole, les Autres actionnaires détiendraient 66,86% d'un Groupe pour lequel les critères usuels d'évaluation conduisent à une valeur nulle compte tenu du poids de la dette ;
- Dans le cas d'un succès du Protocole, les Autres actionnaires détiendraient de 6,67% à 13,01% (selon leur niveau de souscription à l'augmentation de capital ouverte) d'un Groupe qui pourrait recréer de la valeur.

Par ailleurs, il ressort de notre analyse des accords et opérations connexes qu'ils ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du projet d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires de GASCOGNE, réservée aux sociétés ATTIS 2 et EEM.

Sur ces bases, nous estimons que le prix d'émission de 2,5 € par action GASCOGNE, proposé pour la présente augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, réservée aux sociétés ATTIS 2 et EEM, est équitable.

Fait à Paris, le 16 mai 2014

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Olivier COURAU



Olivier PERONNET



Annexes

Annexe 1 : Présentation du cabinet FINEXSI et détails de son intervention

Présentation du cabinet FINEXSI

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'ORDRE DES EXPERTS COMPTABLES et la COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 12 derniers mois

Nous sommes notamment intervenus en qualité d'expert indépendant dans les offres publiques d'achat récentes visant les actions des sociétés HOLOGRAM INDUSTRIES (juin 2013) et THEOLIA (juillet 2013).

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Rémunération

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 105.000 €, hors taxes, frais et débours.



Calendrier de l'étude

16 janvier 2014	Réunion chez CAPITAL PARTNER avec Mme Eléonore JODER-TRETZ et M. Gérard HIGUINEN, administrateurs indépendants de GASCOGNE
30 janvier 2014	Réunion de présentation de l'opération chez DLA PIPER
31 janvier 2014	Lettre de mission et établissement de notre proposition d'intervention
19 février 2014	Conseil d'administration de GASCOGNE désignant le cabinet FINEXSI en qualité d'expert indépendant
Début mars 2014	Prise de connaissance, analyse du contexte
mi-mars – mi-avril 2014	Réunions et entretiens téléphoniques avec les différents interlocuteurs de GASCOGNE et de CAPITAL PARTNER au sujet du plan d'affaires
10 et 11 avril 2014	Visite des sites de production (Mimizan, Dax, St Symphorien, Castets et Sore) et entretiens avec les directeurs de Branche
17 avril 2014	Entretien avec les investisseurs et leurs avocats (revue des modalités du Protocole)
23 avril 2014	Entretien avec M. Dominique Coutière, Président de BIOLANDES et futur Président Directeur Général de GASCOGNE
12 mai 2014	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
15 mai 2014	Présentation et remise du rapport FINEXSI

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Société GASCOGNE :

- Monsieur Patrick BORDESSOULE, Directeur Général Opérationnel
- Monsieur Julien ELLIE, Contrôleur Financier Groupe GASCOGNE
- Monsieur Olivier TASSEL, Directeur Général Paper & Sack
- Monsieur William MARQUET, Contrôleur Financier Paper & Sack
- Monsieur Roger DURANTIS, Directeur Opérationnel Activité Bois
- Monsieur Pierre BERTHOUMIEU Contrôleur Financier Activité Bois
- Monsieur Jean-Pierre DUFOURCQ, Directeur de site Gascogne Wood Products Saint-Symphorien
- Monsieur Renaud CORNU, Directeur Général Gacogne Laminates
- Monsieur Xavier CHASSEREAU, Contrôleur Financier Gascogne Laminates



Conseil (CAPITAL PARTNER) :

- Monsieur Jean-Pierre BRICE, Associé
- Monsieur Guillaume CARREAUD, Analyste

Avocat :

- Monsieur Guillaume BOITEL, Avocat, cabinet DLA Piper UK LLP, conseil de Biolandes Technologies

Société BIOLANDES :

- Monsieur Dominique COUTIERE, Président (Président d'ATTIS 2 et futur Président Directeur Général de GASCOGNE)

Informations utilisées

Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

Informations communiquées par la société GASCOGNE :

- Compte annuels et consolidés au 31 décembre 2013 certifiés par les commissaires aux comptes avec une observation relative au principe de continuité d'exploitation ;
- Documentation juridique « *corporate* » de GASCOGNE ;
- Protocole de conciliation conclu en date du 9 avril 2014 entre GASCOGNE, les banques, le Consortium et EEM.
- Plan d'affaires 2014-2017 par Branche ;
- Rapports ROLAND BERGER du 16 novembre 2012 sur la revue stratégique et industrielle du Groupe GASCOGNE, et du 31 octobre 2013 sur la revue analytique du Business Plan du Groupe ;
- Rapports EIGHT ADVISORY du 4 octobre 2013 et du 31 octobre 2013 sur l'analyse des prévisions d'exploitation et de trésorerie 2013-2017, actualisés le 3 février 2014 ;
- Rapport EY du 25 octobre 2013 sur la revue des impacts en trésorerie des projets Biolandes/DRT ;

Informations de marché :

- Communication financière de GASCOGNE sur les exercices 2012 et 2013 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : DATASTREAM-THOMSON REUTERS ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : DATASTREAM, EPSILON RESEARCH, AGENCE FRANCE TRESOR.



Personnes associées à la réalisation de la mission

Les associés signataires, Olivier PERONNET et Oliver COURAU, ont été assistés d'Adeline BURNAND, Manager, et de deux collaborateurs disposant de 2 à 3 années d'expérience.

La revue indépendante a été effectuée par Lucas ROBIN, Associé et membre du Comité de Direction du cabinet.



Annexe 2 : Présentation des comparables boursiers retenus

En ce qui concerne la branche Bois, nous avons retenu les sociétés cotées comparables suivantes :

- WEST FRASER TIMBER CO. LTD : société cotée à la bourse de Toronto. Elle exploite plus de 35 usines dans l'Ouest canadien et le sud des États-Unis. Elle produit principalement du bois (épicéa, pin, sapin, et le pin jaune du sud), des panneaux en bois, de la pâte à papier, du papier journal et des copeaux de bois.
- NORBORD INC : société cotée à la bourse de Toronto. Ses activités comprennent la fabrication, la vente, la commercialisation et la distribution de panneaux et de produits connexes utilisés surtout dans la construction de maisons neuves ou la rénovation et la réparation de structures existantes. Les produits sont généralement vendus aux grandes chaînes de vente au détail et aux utilisateurs industriels.
- ROUGIER SA : société cotée à la bourse de Paris. Ses activités s'articulent autour de trois branches :
 - Branche « Forêts naturelles » pour l'exploitation forestière, la transformation industrielle et le commerce international du bois tropical, à travers Rougier Afrique International et ses filiales ;
 - Branche « Importation et distribution en France » pour l'importation et la distribution en France de produits bois de toutes origines (tempérées et tropicales) ;
 - Branche « Plantations Forestières » spécialisée dans l'étude et la gestion des investissements dans les plantations forestières en Afrique.
- BOISE CASCADE COMPANY : société cotée à la bourse de New York. Fabricant de produits en bois et de matériaux de construction. La société fabrique des produits en bois (contre-plaqué, charpente, panneau) et distribue une ligne de matériaux de construction (les produits sont employés principalement dans la nouvelle construction résidentielle, réparation résidentielle et les applications industrielles).

S'agissant de la branche Papier-Sacs, nous avons identifié les sociétés suivantes :

- SMURFIT KAPPA GROUP PLC : société cotée à l'Irish Stock Exchange. Elle est spécialisée dans les industries du papier-carton et s'impose parmi les leaders intégrés de l'industrie de l'ondulé en Europe. Ces principales activités sont :
 - La fabrication de papier et recyclage de vieux papiers (division paper) ;
 - La transformation de carton ondulé et de carton compact en emballages (caisses, barquettes, boîtes etc.) ;
 - La production de conditionnements de spécialité (bag-in-box, carton plat, sac en papier etc.).
- BILLERUDKORSNÄS AKTIEBOLAG : Société basée en Suède et cotée à la bourse de Stockholm. Elle produit des emballages papiers principalement utilisés pour les biens de



consommation (aliments et boissons) ainsi que des solutions d'emballage en carton ondulé destinées au secteur de l'industrie.

- UPM : société cotée à la bourse d'Helsinki. elle intervient sur trois secteurs d'activité : Energie & Pâte, Papier et Matériaux Evolué. Le groupe d'activité Energie & Pâte comprend les usines de pâte finlandaises, l'usine de pâte et les plantations situées en Uruguay, les centrales hydroélectriques, et les participations dans des entreprises de production de pâte ou d'énergie. Ce groupe d'activité est également responsable de la gestion forestière, des produits du bois et des achats de biomasse. Le développement des biocarburants est également rattaché à ce groupe d'activité. Le groupe d'activité Papier offre une large gamme de produits incluant papier magazine, papier journal, papiers fins et de spécialité. Dans le groupe d'activité Matériaux Evolués, on retrouve les étiquettes, le contreplaqué ainsi que les composites bois-plastique.
- STORA ENSO OYJ : Société basée en Finlande et cotée à la bourse d'Helsinki. Elle est spécialisée dans l'industrie du papier, et notamment dans la fabrication de papier journal, de papier de livre, de papier de magazine, de papier fin ainsi que dans le domaine de l'emballage (industriel et biens de consommation). Elle fournit également des solutions naturelles à base de bois pour l'habitat.
- DOMTAR CORPORATION : société cotée à la bourse de New York. Elle conçoit, fabrique, commercialise et distribue une grande variété de produits à base de fibre, dont des papiers pour journaux et magazines, des papiers d'emballage, des papiers spéciaux ainsi que des produits hygiéniques absorbants. Ses activités reposent sur un réseau international d'installations destinées à la transformation de la fibre de bois.

En ce qui concerne la branche Complexes :

- AHLSTROM OYJ : société cotée à la bourse d'Helsinki. Elle produit des matériaux à base de fibre à haute performance. Elle propose des produits utilisés dans une vaste gamme d'applications quotidiennes, tels que des filtres, blouses chirurgicales, produits pour diagnostic, revêtements muraux, revêtements de sol et emballages alimentaires.
- PH GLATFELTER CO : société cotée à la bourse de New York. Elle fabrique papiers spéciaux et matériaux artificiels à base de fibres. Elle exerce ses activités dans trois secteurs principaux : Papiers spéciaux, fibres composites et matériaux avancés « *Airlaid* ». Les papiers spéciaux génèrent des revenus provenant de la vente de papiers autocopiants, d'édition de livres, d'enveloppes et de produits techniques. Les fibres composites se composent principalement de filtres de café et de thé à usage unique, d'étiquettes métallisées et auto-adhésives, de composites stratifiés utilisés pour le revêtement des meubles et des sols et de spécialités techniques. Les matériaux avancés « *Airlaid* » génèrent des recettes via la vente de matériaux textiles non-tissés utilisés dans les produits d'hygiène féminine, d'incontinence pour adultes, de lingettes spécialisées et de serviettes de table.
- HUHTAMAKI OYJ : Société basée en Finlande et cotée à la bourse d'Helsinki. Elle est spécialisée dans les emballages. Cette société exerce ses activités autour de cinq secteurs : Emballage flexible, utilisé pour une gamme de produits de consommation, notamment les denrées alimentaires, aliments pour animaux, produits relatifs à l'hygiène et aux soins sanitaires ; Les films, qui sont principalement utilisés pour des applications techniques dans l'industrie des étiquettes, des rubans adhésifs, de l'hygiène et des soins sanitaires, ainsi que dans l'industrie du renforcement et de la construction, de



l'automobile, de l'emballage et des arts graphiques ; NORTH AMERICA, qui comprend les entreprises de papier rigide et de fibres en plastique moulé aux États-Unis et au Mexique ; MOLDED FIBER, qui est spécialisé dans la fabrication d'emballages de produits frais, comme les œufs et les fruits, et FOODSERVICE EUROPE-ASIA-OCEANIA, qui offre des éléments de restauration jetables en plastique aux restaurateurs, aux centres de restauration rapide et aux cafés.

- NEENAH PAPER INC : Neenah Paper, Inc. est cotée à la bourse de New York. Elle intervient principalement sur deux secteurs d'activités, les produits techniques et les papiers fins.

Annexe 3 : Analyse des sociétés comparables

Branche/Entité	Devise	Capitalisation Boursière* (millions monnaie locale)	Gearing**	Croissance du CA***		Marge EBITDA		
				2013-2014e	2014e-2015e	2013	2014e	2015e
Branche Bois								
West Fraser Timber Co. Ltd.	CAD	3 903	4%	11%	6%	10%	15%	20%
Norbord, Inc.	USD	1 911	15%	-7%	13%	16%	20%	16%
Rougier S.A.	EUR	81	170%	n/a	4%	6%	4%	8%
Boise Cascade Company	USD	1 356	16%	17%	16%	4%	4%	5%
Moyenne Branche Bois		1 813	51%	7%	10%	9%	11%	12%
Médiane Branche Bois		1 634	16%	11%	10%	8%	9%	12%
Branche Bois de Gascogne		n/c	n/c	3%	-2%	-1%	-4%	-2%
Branche Papier / Sacs								
Smurfit Kappa Group plc	EUR	6 890	61%	5%	4%	13%	11%	15%
BillerdKorsnäs Aktiebolag (publ)	SEK	24 286	41%	2%	3%	12%	13%	16%
UPM-Kymmene Oyj	EUR	9 980	50%	-1%	2%	-4%	11%	13%
Stora Enso Oyj	EUR	8 989	-11%	2%	1%	12%	14%	12%
Domtar Corporation	USD	4 140	29%	7%	-1%	13%	10%	16%
Moyenne Branche Papier / Sacs		10 857	34%	3%	2%	9%	12%	14%
Médiane Branche Papier / Sacs		8 989	41%	2%	2%	12%	11%	15%
Branche Papier / Sacs de Gascogne		n/c	n/c	3%	7%	4%	4%	4%
Branche Complexes								
Ahlstrom Oyj	EUR	659	80%	1%	3%	8%	11%	7%
PH Glatfelter Co.	USD	1 579	25%	11%	2%	11%	9%	11%
Huhtamaki Oyj	EUR	2 494	20%	3%	5%	11%	10%	12%
Neenah Paper, Inc.	USD	879	19%	4%	4%	12%	13%	14%
Moyenne Branche Complexes		1 403	36%	5%	3%	10%	11%	11%
Médiane Branche Complexes		1 229	23%	4%	3%	11%	11%	12%
Branche Complexes de Gascogne		n/c	n/c	6%	0%	2%	5%	6%

Source : Datastream et analyse du cabinet FINEXSI

* Capitalisation boursière calculée sur la base du cours de bourse moyenne 30 jours

** Dette financière nette / Capitalisation boursière

*** Chiffre d'affaires



Annexe 4 : Analyse des marges d'EBITDA des sociétés cibles

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Pays	Activité	Type d'opération	Taux de marge EBITDA de la cible
janv.-13	Mohawk Industries	Spano Invest (Spanogroup)	BEL	Spanogroup est active dans le domaine de la transformation du bois et fabrique notamment des panneaux en bois résistant à l'humidité, ignifugés, écologiques...pour le secteur de la construction, de la décoration d'intérieur et les travaux publics.	Acquisition majoritaire (100%)	14,6%
oct.-12	Mohawk Industries	Pergo	SWE	Pergo est un fabricant de revêtements de sol de premier plan sur les marchés européen et nord-américain. Pergo conçoit et fabrique des revêtements de sol stratifiés et vinyles de haute qualité, aux propriétés brevetées, pour les espaces privés et publics.	Acquisition majoritaire (100%)	8,3%
Moyenne échantillon branche Bois						11,5%
Médiane échantillon branche Bois						11,5%
nov.-12	Grapic Packaging Holding Co	Contego Packaging Holdings	GBR	Fabrication de carton pour les industries alimentaires et des produits de consommation	Acquisition majoritaire (100%)	7,5%
sept.-12	Mondi	DuropackWellpappe and Duropack Bupak	DEU	Production d'emballages en carton ondulé	Acquisition majoritaire (100%)	15,4%
févr.-12	Billerud Finland	Packaging Paper Production Assets of UPM	FIN	Fabrication d'emballages en papier (sacs, papier kraft)	Acquisition majoritaire (100%)	8,3%
févr.-12	Mondi	Mondi Swiecie	POL	Fabrication d'emballages en carton et en carton recyclé et de sacs en papier	Prise de participation minoritaire (34%)	22,4%
juil.-10	DS Smith	Otor	FRA	Fabrication d'emballages en carton ondulé principalement pour le transport et la vente de produits alimentaires	Acquisition majoritaire (100%)	14,3%
Moyenne échantillon branche Papier Sacs						13,6%
Médiane échantillon branche Papier Sacs						14,3%
mars-13	Paardekooper Group	Verpakking BV	NLD	Développe, fabrique et fournit des emballages en plastique, en carton et jetables	Acquisition majoritaire (100%)	n/a
oct.-10	Amcor	B-Pack Due	ITA	Fabrication de matières plastiques pour les emballages (alimentaire, textile, fleuristes...)	Acquisition majoritaire (100%)	n/a
Moyenne échantillon branche Complexes						n/a
Médiane échantillon branche Complexes						n/a

Source : Epsilon Research et analyses du cabinet FINEXSI