



PARIS • LYON • TOULOUSE • LONDRES • CASABLANCA  
SERVICES FINANCIERS

Groupe GASCOGNE

Analyse des impacts du débouclage des ORAN sur les flux de trésorerie prévisionnels et les ratios financiers du Groupe Gascogne

Mai 2023





A l'attention des membres du conseil d'administration du Groupe Gascogne

Le Président du Conseil d'Administration de la Société Gascogne nous a mandatés dans le cadre des dispositions de l'article L225-35 du Code de commerce, aux fins de donner aux administrateurs les éléments d'information, notamment financiers, qui leur permettraient d'apprecier les conditions et modalités de remboursement des ORAN 2014 au regard des perspectives financières, moyens et contraintes de la société Gascogne, et apprécier la modalité de remboursement qui serait la plus compatible avec l'intérêt social de la Société et de ses filiales (ensemble le « Groupe »).

Pour ce faire, nous avons mené un certain nombre de diligences énumérées ci-après dans la synthèse de nos travaux. Nos travaux sont basés sur le plan d'affaires et le dernier plan d'investissement qui nous ont été communiqués.

Entre 2014 et 2022, le Groupe a initié un plan stratégique afin de restaurer la profitabilité opérationnelle de ses activités. A ce jour, malgré un redressement notable des performances financières du Groupe, le retour sur les capitaux investis reste modéré.

Nous comprenons que le prochain enjeu stratégique du Groupe est la modernisation de l'outil de production de sa division Papier. En effet, du fait de l'ancienneté des machines, la production de cette division est en déclin année après année. Le projet de modernisation, qui consiste en la construction d'une nouvelle chaîne de production pour remplacer 3 des machines actuellement en place; représente un investissement de l'ordre de 260m€, très significatif au regard des moyens financiers du Groupe. Afin de financer ce projet prioritaire, le Groupe a souscrit à de nouveaux emprunts financiers, d'un montant total de 175m€, qui imposent le respect de certains ratios financiers. Pour obtenir ce financement, le Groupe s'est par ailleurs engagé à réaliser une augmentation de capital de 10m€.

Sur la base du plan d'affaires, nous constatons que le Groupe Gascogne respecterait les ratios financiers exigés par les banques en 2023 et en 2024. En revanche, le ratio de levier ne serait pas respecté en 2025 et 2026, et ce malgré un niveau d'EBITDA projeté en très nette augmentation par rapport aux performances récentes du Groupe.

De plus, pour financer son exploitation courante, le Groupe doit disposer d'un niveau minimum de trésorerie d'exploitation. Ce niveau minimum ne serait pas atteint en 2026. Dès lors, afin de finaliser le plan stratégique et selon toute vraisemblance, le Groupe Gascogne devra recourir à un financement externe complémentaire à horizon 2024-2025 de l'ordre de 5 à 10m€.

Sans remettre en cause le plan d'affaires, nous avons toutefois identifié trois hypothèses structurantes pouvant influer significativement sur les flux de trésorerie futurs du Groupe et donc sa capacité à faire face à ses obligations financières :

- Le maintien de la capacité de production Papier à court terme : le management fait l'hypothèse que la division Papier pourra produire entre 2023 et 2025 un volume légèrement inférieur au volume moyen de production des 4 dernières années, et ce malgré des arrêts pour maintenance significatifs. Nous avons donc simulé l'incidence d'une panne complète d'une des deux machines importantes (la 3 ou la 4) survenant mi 2024, soit à une date proche de la mise en service prévisionnelle de la machine MAP 7. Dans ce scenario et au vu des moyens financiers significatifs mobilisés pour la nouvelle machine, la réparation d'une telle panne serait économiquement et financièrement peu justifiable. Selon ce scénario, le Groupe Gascogne serait contraint de recourir à un financement externe complémentaire de l'ordre de 40m€ dont 25m€ dès 2024.

- Le maintien du prix du bois : le management fait l'hypothèse d'un maintien du prix du bois à un niveau élevé, bien qu'en retrait par rapport aux prix constatés en 2022. Cette hypothèse repose sur l'analyse d'un historique long et la connaissance du marché. Néanmoins, nous pouvons constater une volatilité significative de cet indicateur clé de vos activités. Nous avons donc élaboré plusieurs scénarios en simulant une baisse du prix du bois plus importante que celle du plan d'affaires, entraînant une baisse des prix de vente moyens de la division Papier, en prolongeant sur 2024, 2025 et 2026 la baisse déjà constatée sur le marché au cours du premier trimestre 2023. Selon ces scénarios, le Groupe Gascogne serait contraint de recourir à un financement externe complémentaire entre 15 et 20m€ dont 5m€ à 10m€ en 2025.
  
- Le respect du budget d'investissement machine MAP 7 : à ce jour et selon les derniers éléments qui nous ont été communiqués, le budget de ce projet s'établirait à 262m€. La partie allouée à la construction du bâtiment reste à ce stade une estimation et pourrait être amenée à être révisée à la hausse ou à la baisse. Nous avons donc simulé des scénarios en ajustant ce budget de +/- 10%, soit 26m€. Dans le cas d'un surcoût de 10%, le Groupe Gascogne serait contraint de recourir à un financement externe complémentaire de l'ordre de 25 à 30m€ dont 10m€ dès 2024.

Ces scénarios n'étant pas par définition mutuellement exclusifs, nous présentons dans la synthèse de nos travaux des combinaisons possibles des deux dernières hypothèses, la première hypothèse étant un scénario « catastrophe », compromettant suffisamment la poursuite de l'exploitation du Groupe pour ne pas être combiné avec un autre.

Sur ces bases, le financement du projet stratégique du Groupe avec la modernisation de son outil de production nécessitera selon toute vraisemblance un financement externe complémentaire à horizon 2024/2025.

Le remboursement en numéraire des ORAN, devant intervenir au plus tard avant le 31 décembre 2023, aurait des incidences sur la trésorerie du Groupe et ses ratios financiers, ce qui augmenterait mécaniquement le besoin de financement externe. Par ailleurs, comme expliqué dans notre rapport, il convient de rappeler que le remboursement en numéraire des ORAN aurait un double impact négatif sur le ratio de fonds propres (diminution des fonds propres de 12m€ et augmentation de l'endettement financier net de 12m€). De plus, le coût de la quasi-intégralité de l'endettement financier est fonction du ratio de levier. Le remboursement des ORAN en numéraire conduirait mécaniquement à une dégradation du ratio de levier et donc à une augmentation du coût financier de l'endettement financier actuel (hors coût lié à un éventuel financement complémentaire), que nous estimons à environ 1m€ entre 2024 et 2026.

A ce jour, le Groupe a le choix entre rembourser les ORAN en numéraire ou en actions. Le déboulement de ces ORAN en les convertissant en actions serait sans incidence ni sur les ratios financiers projetés ni sur la trésorerie prévisionnelle (à l'exception de l'extinction des intérêts financiers de ces ORAN fin 2023).

Compte tenu de nos travaux et des scénarios élaborés par nos soins sur la base du plan d'affaires et des informations complémentaires qui nous ont été communiqués, le remboursement des ORAN en numéraire aurait une incidence négative suffisamment importante sur le respect des ratios financiers prévisionnels et sur la trésorerie future pour conclure que le remboursement en numéraire ne nous paraît pas s'inscrire dans l'intérêt social du Groupe.

Pierre Béal  
Associé

Cyril Mestchersky  
Associé

▶ Synthèse des résultats	3
▶ Executive summary	5
▶ Performance financière historique	15
▶ Budget et financement de la machine MAP7	20
▶ Business plans	22
▶ Flux de trésorerie prévisionnels et ratios financiers	28



## Contexte de la mission

- ▶ Le Groupe Gascogne a connu d'importantes difficultés financières qui ont conduit à une restructuration de l'endettement financier du Groupe en 2014.
- ▶ Lors de cette restructuration, les partenaires bancaires du Groupe ont concédé des abandons de créances significatives. Cependant, les efforts réalisés par les partenaires bancaires du Groupe et son nouvel actionnaire Attis 2 n'ont pas permis de finaliser le refinancement du Groupe.
- ▶ Dans ce cadre, certains partenaires bancaires ont accepté de convertir une partie de leurs créances en obligations remboursables en actions ou en numéraire (ORAN). Selon les informations communiquées par les conseils juridiques du Groupe qui ont accompagné le Management dans le cadre de cette restructuration, les partenaires bancaires ont exigé une garantie de liquidité de ces ORAN. Seul un des actionnaires indirects du Groupe (Biolandes Technologies) a accepté cette demande des banques en leur accordant des options d'achat.
- ▶ En 2020, les partenaires bancaires ont demandé l'exercice de ces options, et ce malgré le fait que les conditions d'exercice (niveau d'EBITDA cible à atteindre) n'étaient pas réunies. Ainsi, fin 2020, Biolandes Technologies détenait l'intégralité des 12m€ d'ORAN émises par le Groupe en 2014.
- ▶ Ces ORAN sont soit remboursables en numéraire sur la seule décision de la société Gascogne avant le 31 décembre 2023, soit automatiquement converties en actions à cette date.
- ▶ Dès lors la direction du Groupe doit décider avant le 31 décembre 2023 du remboursement, en numéraire ou non de ces ORAN.

## Objectif de la mission

- ▶ L'objectif de nos travaux résumés dans le présent rapport, est de fournir au conseil d'administration du Groupe les informations financières nécessaires lui permettant d'apprécier le mode de remboursement des ORAN le plus compatible avec l'intérêt social du Groupe compte tenu des divers scénarios développés.

## Diligences effectuées

- ▶ Nos diligences ont principalement consisté à :
  - > Comprendre l'historique de la performance financière et des investissements du Groupe.
  - > Analyser et réviser le plan d'affaires réalisé par le management au vu des informations les plus récentes.
  - > Analyser la documentation bancaire liée au prêt consenti pour l'acquisition de la nouvelle machine de son bâtiment, et en particulier les covenants qui lui sont attachés.
  - > Modéliser les flux de trésorerie prévisionnels, les ratios de levier et les ratios de fonds propres jusqu'en 2026.
  - > Estimer les conséquences sur les flux financiers et sur les ratios de financement des hypothèses retenues dans les différents scénarios développés.

## Documentation utilisée

- ▶ Pour réaliser nos travaux, nous nous sommes appuyés sur :
  - > Les comptes consolidés du groupe de la période 2014-2022.
  - > Le fichier de suivi opérationnel et financier du Management portant sur la période 2014-2022.
  - > La documentation de financement bancaire.
  - > Le plan d'affaires produit par le Management incluant le plan d'investissement 2023-2026.

## Limites

- ▶ Nos travaux n'ont pas comporté d'audit ou d'examen limité de la performance historique du groupe.
- ▶ Notre opinion est fondée sur les informations qui nous ont été communiquées et que nous avons considérées comme régulières, complètes et établies de bonne foi, ainsi que sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées.
- ▶ Les prix moyens d'achat de bois et de vente de papier, ainsi que les données de production des machines du Groupe prévisionnels, qui constituent des hypothèses structurantes du plan d'affaires, nous ont été communiqués par le Management.



## Revue de la performance historique

- ▶ Post restructuration financière de 2014, le Management du Groupe a mené une série d'actions stratégiques et opérationnelles afin de restaurer la profitabilité de ses activités et de ses ratios d'endettement financier.
- ▶ La restructuration commerciale a essentiellement consisté à recentrer les capacités de production des quatre activités du Groupe sur des produits/marchés à meilleure marge et à optimiser l'utilisation de son actif de production.
- ▶ La restructuration industrielle a notamment été réalisée grâce à des investissements sélectifs dans l'activité « Sac » et dans la production d'électricité et la chaudière biomasse du site de Mimizan.
- ▶ Ces initiatives se sont traduites par une diminution des volumes de production (abandon des activités non profitables), une augmentation des coûts de production inférieure à l'augmentation des prix de vente moyens, et ce malgré un contexte inflationniste depuis 2021.
- ▶ Ainsi, entre 2014 et 2022, la Valeur Ajoutée du Groupe en pourcentage du chiffre d'affaires est passée de 27,5% à près de 30%, et de 114 à près de 140m€ en valeur absolue.
- ▶ Au cours de cette même période, le Groupe a également mené une réorganisation opérationnelle en ajustant ses effectifs à son volume d'activité. La diminution des effectifs, partiellement compensée par la hausse des salaires moyens, a également fortement contribué à l'amélioration de la rentabilité d'exploitation du Groupe. Entre 2014 et 2022, le taux d'EBITDA a ainsi augmenté de 10 points. L'EBITDA cumulé sur cette période s'élève à près de 250m€.
- ▶ Cette profitabilité d'exploitation a permis au Groupe de financer son besoin en fonds de roulement et son plan d'investissement de près de 200m€ sur la période. Elle s'est avérée néanmoins insuffisante pour réduire l'endettement financier net du Groupe qui s'élevait à plus de 110m€ fin 2022 (versus 76m€ fin 2014).

## Situation fin 2022

- ▶ Le plan stratégique et opérationnel du Groupe a restauré la profitabilité et amélioré ses ratios financiers. Néanmoins, le retour sur les capitaux investis du Groupe reste faible (4% en moyenne entre 2014 et 2022, 5,6% en moyenne entre 2020 et 2022).
- ▶ Cette relative profitabilité d'exploitation a permis au Groupe de financer ses investissements courants et absolument nécessaires à sa restructuration et à la poursuite de ses activités.
- ▶ Compte tenu du positionnement stratégique d'acteur intégré, l'excellence opérationnelle et la qualité des outils de production de chacune des divisions sont des prérequis pour rester compétitif et atteindre un niveau de retour sur capitaux investis acceptable.
- ▶ Malgré une allocation significative de la trésorerie vers les investissements ces dernières années, l'outil de production de la division Papier est de moins en moins productif (près de 60% des investissements 2014-2022 ont été alloués à la division Papier). Initialement conçues pour une capacité de production de 150 k tonnes, les quatre chaînes de production Papier ont produit en 2022 légèrement plus de 100 k tonnes. Les arrêts pour maintenance, les pannes machines et le vieillissement de l'outil conduisent à constater une diminution annuelle de la capacité de production du Groupe. 60% des volumes de la division Papier sont en moyenne produits par les deux chaînes de production les plus anciennes (mises en service en 1948 et 1958), nécessitant un niveau de maintenance important.
- ▶ Non seulement la division Papier est un contributeur important à l'EBITDA du Groupe (37% en moyenne) mais elle est également un fournisseur important des divisions Sacs et Flexibles, deuxième et troisième contributeurs à l'EBITDA du Groupe (respectivement 34% et 32% en moyenne). Ainsi, l'EBITDA du Groupe est fortement dépendant de la qualité de l'outil industriel de la division Papier.
- ▶ Selon le management, une première phase du plan de redressement du Groupe a été réalisée à date. Cependant, afin de rester compétitif, un nouveau programme d'investissement significatif a été initié en 2022.



## Plan d'investissement 2022-2026

- ▶ Le maintien de la capacité de production et l'amélioration de la qualité du papier sont les prochaines priorités du plan de redressement du Groupe.
- ▶ En 2022, les premières études de faisabilité et d'estimation budgétaire ont conduit le management à prévoir un investissement exceptionnel de l'ordre de 220m€ pour la construction d'une nouvelle chaîne de production (bâtiment + machine) sur le site de Mimizan.
- ▶ Cette nouvelle machine, la machine MAP 7, devrait avoir une capacité de production de 125 k tonnes afin de remplacer les machines 3, 4 et 5 et d'augmenter la capacité de production du Groupe. Par ailleurs, elle devrait avoir la capacité de produire des papiers plus fins (de l'ordre de 25 g/m<sup>2</sup> contre 35 à 40 actuellement) et de consommer moins d'énergie, offrant ainsi de nouvelles opportunités commerciales et de meilleures marges au Groupe tout en diminuant ses émissions de CO2 et son impact environnemental.
- ▶ Au fur et à mesure de l'avancement de ce projet, la détermination plus précise des spécificités tant de la machine que de la nouvelle usine a conduit à une série de réévaluations du budget global de cet investissement (220m€ en janvier 2022, 240m€ en mars 2023 et 262m€ en mai 2023). A la date de notre rapport, selon les informations communiquées par le management, le budget de la machine MAP 7 est définitif (de l'ordre de 110m€). En revanche, le budget englobant le génie civil et les coûts annexes resterait estimatif. Le dernier budget du Management de 262m€ intègre une provision pour aléas de 14m€.
- ▶ Cet investissement a été initié en 2022 (23m€ déjà investis à fin 2022). Selon l'estimation du Management, la machine MAP 7 devrait être mise en service en 2025 avec une montée en puissance au cours de l'année 2026. A la date de notre analyse, ce calendrier reste un objectif du Management, en sachant qu'un retard de 4 à 5 mois est d'ores et déjà acté s'agissant de la construction du bâtiment.
- ▶ Entre 2014 et 2022, soit 8 ans, le Groupe a investi environ 200m€, soit environ 5% de son chiffre d'affaires cumulé sur la période.
- ▶ Entre 2023 et 2026, soit 3 ans, le Management prévoit des investissements courants pour les quatre divisions de 62m€ auxquels s'ajoute le coût de la machine MAP 7.

## Situation financière fin 2022

- ▶ Entre 2015 et 2022, l'endettement financier net du Groupe est resté stable (entre 100 et 110m€). Le redressement de la profitabilité opérationnelle, résultant du plan stratégique initié par le Management depuis 2014 et porté par un contexte inflationniste, a permis une nette amélioration des ratios financiers du Groupe. Le ratio de levier (Endettement financier net / Ebitda) est ainsi passé de plus de x6 en 2015 à x2 en 2022.
- ▶ La performance réalisée en 2022 (EBITDA de 55m€, soit 2x l'EBITDA moyen réalisé entre 2015 et 2021) permet de démontrer qu'une première phase du redressement du Groupe a été réalisée avec succès et offre une réelle opportunité d'augmenter l'endettement financier du Groupe pour financer une nouvelle phase du plan de redressement.
- ▶ Sur ces bases, la société a souscrit à des emprunts et une avance remboursable pour un montant global de 175m€ auprès d'un pool bancaire assortis d'augmentation de capital obligatoire minimum de 10m€. Selon le Management, le solde du budget d'investissement des prochaines années sera financé par l'auto-financement.

Ratios financiers exigés	FY23	FY24	FY25	FY26
Ratio levier	3,50	4,50	3,50	3,00
Ratio de fonds propres	1,20	1,20	1,20	1,20

- ▶ Fin 2022, 17% de ce financement disponible ont été tirés sur différentes lignes de crédit, le solde devant l'être au fur et à mesure de l'avancement du projet de la machine MAP 7, entre 2023 et 2025 au plus tard.
- ▶ Le coût financier de la quasi-intégralité de ce financement est fonction d'un taux variable (EURIBOR 3mois au moment du remboursement de chaque échéance) et d'une marge, elle-même fonction du ratio de levier du Groupe.

Evolution des ratios financiers	2015	2018	2020	2022
Ratio levier	6,2	3,8	3,5	2,0
Ratio fonds propres	1,1	0,8	0,8	0,6



## Prévisionnel 2023-2026

- ▶ Le management prévoit une production moyenne stable entre 2023 et 2025 par rapport à 2022. Cette prévision s'appuie sur plusieurs hypothèses structurantes, notamment une diminution lente mais progressive des prix du papier et du bois sans pour autant revenir aux niveaux d'avant « crise inflationniste ». Dans le même temps, le management prévoit de maintenir les capacités de production de la division papier jusqu'à la mise en service de la nouvelle machine MAP 7 qui devrait atteindre un plein rendement en 2026. Cette dernière permettra selon les projections pour 2026 de générer des gains de productivité et donc de marge brute, mais également des économies d'énergie et d'entretien conduisant à l'amélioration du taux de valeur ajoutée.
- ▶ Les gains de valeur ajoutée se répercuteront directement sur l'EBITDA, les charges de personnel et les charges fiscales étant projetées comme stables en poids du chiffre d'affaires sur la période à 2023 - 2026. La diminution progressive du nombre d'ETP de la division Papier prévue à partir de 2025, en lien avec le lancement de la machine MAP 7, serait compensée par une hausse du salaire moyen.
- ▶ De la même façon, les gains de valeur ajoutée se répercuteront au niveau de l'EBIT jusqu'en 2025, les dotations aux amortissements étant prévues comme stables comparativement au chiffre d'affaires. L'amortissement de la machine MAP 7 ne commencera qu'à partir de 2026, après sa mise en marche.
- ▶ Au niveau du résultat net, l'amélioration du taux d'EBITDA ne devrait pas être totalement absorbée par l'augmentation des frais financiers relatifs au financement des investissements de la période (dans l'hypothèse où l'EURIBOR serait stable), permettant ainsi au Groupe d'espérer un taux de rendement net à fin 2026 en légère amélioration par rapport à 2022.

## Evolution de l'endettement financier net et des ratios financiers

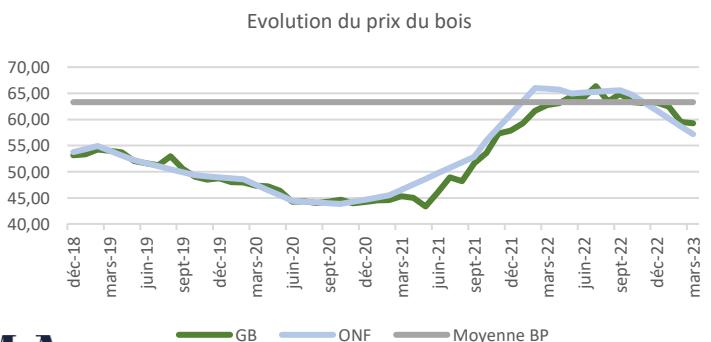
- ▶ L'endettement financier net et les ratios financiers présentés ci-dessous ont été projetés à partir du plan d'affaires et du plan d'investissements du Management et incluent une subvention d'investissement récemment obtenue de 5,5m€ et une augmentation de capital de 10m€ prévue en 2023.
- ▶ Nous avons apporté des modifications mineures au plan du Management, en accord avec ce dernier, dont notamment un décalage de la dernière tranche d'investissement en 2026, après la montée en puissance de la machine MAP 7.
- ▶ Sur ces bases, le Groupe respecterait les ratios de levier exigés par le pool bancaire en 2023 et en 2024 mais non en 2025 et 2026. Par ailleurs, le Management estime un besoin de trésorerie minimum de l'ordre de 20m€ pour financer son exploitation courante, montant que nous corroborons sur la base de nos analyses . Dès lors en 2025 et 2026, le niveau minimum de trésorerie ne serait pas atteint.
- ▶ Ainsi, selon toute probabilité, une recherche de financement complémentaire de l'ordre de 10 à 20m€ serait nécessaire à horizon 2024/2025.
- ▶ Le Groupe dispose de certains actifs plus ou moins liquides, partiellement ou non appréhendés dans le plan d'affaires (tels que les compensations carbone, les terrains hors exploitation,...). Par ailleurs, le Groupe supporte également certains passifs latents non appréhendés dans le plan d'affaires tels que les indemnités réclamées au titre du contrat de revente d'énergie (contrat CRES avec EDF) et contestées par le Groupe. In fine, ces actifs et passifs se compensent et ne devraient pas significativement modifier les ratios projetés ci-dessous.

	FY23	FY24	FY25	FY26	
Base case	Flux de trésorerie (k€)	8 206	(9 972)	(5 449)	(10 599)
	Trésorerie de fin de période (k€)	40 928	30 955	25 507	14 907
	Ratio levier	2,86	3,85	3,99	3,12
	Ratio de fonds propres	0,60	0,66	0,91	0,84

Par nature, toute prévision comporte une part d'incertitude. Selon nos analyses et nos échanges avec le Management, nous avons identifié deux hypothèses majeures pouvant avoir un impact significatif sur la génération de trésorerie du Groupe et donc l'évolution de ses ratios de financement : le prix de la matière première de la division Papier (bois ou pâtes à papier) et le coût final du plan d'investissement exceptionnel initié en 2022.

### Prix du bois du bois et du papier

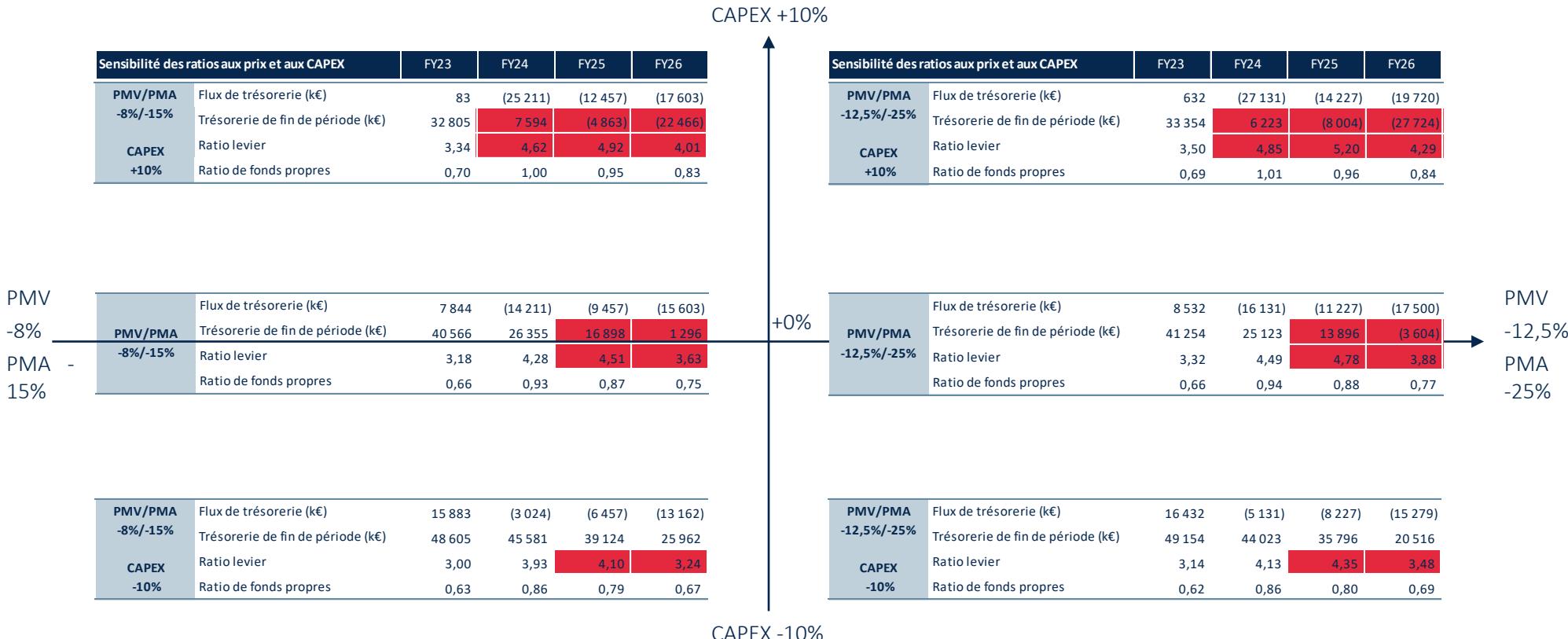
- ▶ Selon les statistiques d'achat du Groupe (GB dans le graphique ci-dessous) ainsi que les statistiques de l'Office National des Forêts (ONF), le prix du bois sur pied a varié entre 50 et 66€ par mètre cube. Depuis août 2022, ce prix s'oriente à la baisse jusqu'en mars 2023 (dernières données disponibles) avec une diminution de 10%. Dans son prévisionnel, le Management a retenu un prix moyen de 63€, soit un prix conforme à la moyenne observée en 2022.
- ▶ Une diminution du prix du bois entraînerait une diminution des coûts de production de la division Papier mais également une diminution de son prix de vente moyen, cet indicateur étant également suivi par les acheteurs de papier.
- ▶ Nous avons donc simulé une diminution du prix d'achat moyen de la division bois de 15 et 25% par an accompagnée d'une diminution du prix moyen de vente de la Division Papier de 8 et 12,5% respectivement.
- ▶ Par simplification, cette simulation a été réalisée uniquement sur la division Papier, bien que la diminution du prix du bois aurait également un impact sur le niveau d'EBITDA réalisé (en valeur absolue) par les divisions Sacs et Flexibles. En tout état de cause, une dégradation des EBITDA de ces deux divisions accentuerait la dégradation des ratios financiers présentés ci-après.



### Budget machine MAP 7 (machine + bâtiment)

- ▶ Selon les informations communiquées par le Management, le budget global de la machine MAP 7 reste incertain à ce jour.
- ▶ La dernière estimation du Management ressort à 262m€ dont 110m€ pour la machine MAP 7, 115m€ pour le bâtiment et les dépenses connexes et 14m€ de provisions pour aléas. A fin 2022, 23m€ avaient déjà été investis, correspondant à deux acomptes de 10m€ pour la machine et 3m€ d'études.
- ▶ Selon le management, le contrat pour la machine MAP 7 a été finalisé et cette partie du budget est sécurisée, avec un léger potentiel d'économie dans la mesure où une partie de ce budget est indexée sur les prix de l'acier et l'acier inoxydable, actuellement inférieurs à la référence du contrat.
- ▶ L'incertitude à ce jour porte sur le budget bâtiment de 115m€.
- ▶ Le management a anticipé un dérapage additionnel possible en provisionnant près de 10% du budget « bâtiment » dans sa dernière estimation.
- ▶ Nous avons simulé deux scénarios : une diminution de 10% de l'investissement réalisé entre 2022 et 2026 ou un dérapage additionnel de 10%, soit +/- 26,2 m€ sur le budget total.
- ▶ Outre le budget de ce projet, sa date de mise en service et la montée en puissance de la machine MAP 7 sont également des enjeux majeurs pouvant avoir des impacts significatifs sur la génération de trésorerie du Groupe. N'ayant pas d'élément tangible et concret pour simuler un décalage dans le temps de la mise en service et de la monté en puissance de la machine, nous n'avons pas réalisé de scénario sur cette base. Il convient toutefois de noter qu'un retard de 4-5 mois a été constaté à ce jour, sans savoir si une partie de ce retard pourra ou non être rattrapée.
- ▶ Le maintien en service des machines 3 et 4, en tenant compte de leurs productivités en baisse, est l'hypothèse centrale de ce projet. Un scenario « worst case » est présenté en partie 6 notre rapport

Les scénarios modélisés ci-dessous mesurent l'impact sur la trésorerie et les ratios financiers d'une variation du budget de CAPEX de +/-10%, d'une baisse de respectivement 8% et 12,5% des prix de vente, et d'une baisse de 15% et 25% des prix d'achat. Les cases en rouge illustrent un niveau de trésorerie compromettant la bonne exploitation du Groupe ou un bris de covenant. Pour rappel, le ratio levier exigé par les banques est de 4,5 à fin 2024, 3,5 à fin 2025 et 3 à fin 2026. Pour mémoire, les scénarios présentés ci-dessous et les ratios financiers ont été développés en capitalisant les ORAN.



Pour mémoire, scénario Management :

Evolution de la trésorerie et des ratios		FY23	FY24	FY25	FY26
<b>Base case</b>	Flux de trésorerie (k€)	8 206	(9 972)	(5 449)	(10 599)
<b>Base case</b>	Trésorerie de fin de période (k€)	40 928	30 955	25 507	14 907
<b>CAPEX</b>	Ratio levier	2,86	3,85	3,99	3,12
-10%	Ratio de fonds propres	0,60	0,66	0,91	0,84



## Impact du remboursement en numéraire des ORAN

Les ORAN émises en 2014 pour une valeur nominale de 12,05 m€ arrivent à échéance en 2023. Leur remboursement par le Groupe implique les impacts listés ci-dessous :

- ▶ **Impact sur les fonds propres** : au moment du remboursement des ORAN, les fonds propres diminueront du montant nominal de ces dernières, i.e. 12,05 m€.
- ▶ **Impact sur l'endettement net** : le remboursement des ORAN entraînera une sortie de trésorerie de 12,05 m€ et donc une augmentation de l'endettement net consolidé du même montant.
- ▶ **Impact sur le ratio de fonds propres** : les ORAN étant comptabilisées en fonds propres et le ratio de fonds propres étant défini comme l'endettement net consolidé divisé par les fonds propres du Groupe, le remboursement des ORAN a pour effet pour d'augmenter doublement le ratio de fonds propres, d'une part car il augmente l'endettement net et d'autre part, car il diminue le montant des fonds propres. Pour mémoire, depuis leurs émissions, les ORAN ont été comptabilisées dans les capitaux propres consolidés du Groupe.
- ▶ **Impact sur le ratio de levier** : comme le ratio de fonds propres, le ratio de levier augmente mécaniquement au moment du remboursement des ORAN du fait de l'augmentation de l'endettement net.
- ▶ Les impacts chiffrés du remboursement des ORAN en cash se présentent comme suit :

Evolution de la trésorerie et des ratios		FY23	FY24	FY25	FY26
remb. des ORAN en cash	Flux de trésorerie (k€)	(3 986)	(10 160)	(5 675)	(10 792)
	Trésorerie de fin de période (k€)	28 736	18 576	12 901	2 109
	Ratio levier	3,10	4,26	4,41	3,48
	Ratio de fonds propres	0,76	1,06	0,97	0,82

## Financement via la contraction d'un emprunt

Dans l'hypothèse où les ORAN seraient remboursées via la contraction d'un emprunt, un impact additionnel serait à prendre en compte.

- ▶ **Impact financement** : la contraction d'un nouvel emprunt entraînerait une augmentation des frais financiers et donc une baisse mécanique des flux de trésorerie et de la trésorerie de fin de période, s'ensuivant une hausse sensible du ratio levier.
- ▶ Les impacts chiffrés du remboursement des ORAN via la contraction d'un emprunt sont présentés ci-dessous, sous l'hypothèse que la dette serait nouvellement contractée à un taux avoisinant l'EURIBOR 3 mois au moment de la rédaction de notre rapport, i.e. 3,3%.

Evolution de la trésorerie et des ratios		FY23	FY24	FY25	FY26
remb. des ORAN via dette	Flux de trésorerie (k€)	8 067	(10 558)	(6 073)	(11 190)
	Trésorerie de fin de période (k€)	40 789	30 232	24 159	12 969
	Ratio levier	3,10	4,27	4,42	3,50
	Ratio de fonds propres	0,76	1,06	0,97	0,82

Les scénarios présentés ci-dessous reprennent les hypothèses exposées dans la page précédente et mesurent l'impact additionnel du remboursement des ORAN par levée d'une dette à 3,3% de taux d'intérêt.

CAPEX +10%

Remboursement des ORAN par la dette		FY23	FY24	FY25	FY26
<b>PMV/PMA</b>	Flux de trésorerie (k€)	(56)	(25 796)	(13 081)	(18 000)
-8%/-15%	Trésorerie de fin de période (k€)	32 666	6 870	(6 211)	(24 211)
<b>CAPEX</b>	Ratio levier	3,34	4,64	4,95	4,03
+10%	Ratio de fonds propres	0,83	1,28	1,23	1,09

Remboursement des ORAN par la dette		FY23	FY24	FY25	FY26
<b>PMV/PMA</b>	Flux de trésorerie (k€)	493	(27 716)	(14 851)	(20 118)
-12,5%/-25%	Trésorerie de fin de période (k€)	33 215	6 084	(8 728)	(29 072)
<b>CAPEX</b>	Ratio levier	3,50	4,86	5,23	4,31
+10%	Ratio de fonds propres	0,82	1,30	1,26	1,14

PMV  
-8%  
PMA  
-15%

<b>PMV/PMA</b>	Flux de trésorerie (k€)	7 706	(14 796)	(10 081)	(16 000)
-8%/-15%	Trésorerie de fin de période (k€)	40 428	25 631	15 550	(450)
<b>CAPEX</b>	Ratio levier	3,18	4,29	4,54	3,66
-15%	Ratio de fonds propres	0,76	1,11	1,05	0,92

+0%

PMV  
-12,5%  
PMA  
-25%

<b>PMV/PMA</b>	Flux de trésorerie (k€)	8 393	(16 716)	(11 851)	(17 897)
-12,5%/-25%	Trésorerie de fin de période (k€)	41 115	24 399	12 548	(5 350)
<b>CAPEX</b>	Ratio levier	3,32	4,50	4,80	3,91
-25%	Ratio de fonds propres	0,75	1,11	1,06	0,94

<b>PMV/PMA</b>	Flux de trésorerie (k€)	15 744	(3 609)	(7 081)	(13 560)
-8%/-15%	Trésorerie de fin de période (k€)	48 466	44 857	37 776	24 217
<b>CAPEX</b>	Ratio levier	3,01	3,94	4,12	3,27
-10%	Ratio de fonds propres	0,70	0,95	0,89	0,77

<b>PMV/PMA</b>	Flux de trésorerie (k€)	16 293	(5 716)	(8 851)	(15 677)
-12,5%/-25%	Trésorerie de fin de période (k€)	49 015	43 299	34 448	18 771
<b>CAPEX</b>	Ratio levier	3,14	4,14	4,37	3,51
-25%	Ratio de fonds propres	0,69	0,95	0,90	0,79

CAPEX -10%

Pour mémoire, scénario Management (hors remboursement des ORAN) :

Evolution de la trésorerie et des ratios		FY23	FY24	FY25	FY26
<b>Base case</b>	Flux de trésorerie (k€)	8 206	(9 972)	(5 449)	(10 599)
	Trésorerie de fin de période (k€)	40 928	30 955	25 507	14 907
	Ratio levier	2,86	3,85	3,99	3,12
	Ratio de fonds propres	0,60	0,66	0,91	0,84

Compte tenu de l'ancienneté de la ligne de production de la division papier et de son état d'usure avancé, nous avons modélisé les impacts de l'arrêt de l'une des machines sur la trésorerie du Groupe et sur les ratios de financement.

### Arrêt d'une machine de production

Ce scénario a été modélisé dans l'hypothèse où l'une des machines de production les plus importantes de la division Papier, la machine 3 ou la machine 4 (respectivement mises en service en 1948 et 1958) cesserait de fonctionner en milieu d'année 2024, à un moment où des réparations coûteuses ne seraient probablement plus à envisager compte tenu de la mise en production de la machine MAP 7 en 2026.

- ▶ **Impact sur la production :** selon cette hypothèse, la production de papier perdrat 16 500 tonnes en 2024 et plus de 34 000 en 2025.
- ▶ **Impact sur l'EBITDA :** en maintenant les prix d'achat et de vente, ainsi que les coûts en poids de la production, l'EBITDA consolidé du groupe perdrat 14,5m€ en 2024 et 27,6 m€ en 2025 et ce sans prendre en compte d'hypothétiques impacts sur les division Flexibles et Sacs. Il est fait implicitement l'hypothèse que les volumes de production Papier seraient en priorité alloués aux besoins internes du Groupe. Ainsi, la baisse de la production Papier n'aurait pas d'incidence sur les deux autres divisions du Groupe.
- ▶ **Impact sur la trésorerie :** bien que la perte d'EBITDA soit en partie et temporairement compensée par une variation positive du BFR en 2024 et 2025, la trésorerie du Groupe serait diminuée de 9 m€ en 2024 et 29,6 m€ en 2025.
- ▶ **Impact sur les ratios :** en conséquence des effets évoqués ci-dessus, le ratio de levier serait particulièrement dégradé dans ce scénario, atteignant un pic de 8,39 en 2025.
- ▶ Les impacts chiffrés de l'arrêt d'une machine de production sont synthétisés ci-dessous:

Evolution de la trésorerie et des ratios		FY23	FY24	FY25	FY26
Worst case	Flux de trésorerie (k€)	8 206	(19 057)	(26 416)	(15 946)
	Trésorerie de fin de période (k€)	40 928	21 871	(4 545)	(20 491)
	Ratio levier	2,86	5,24	8,39	3,48
	Ratio de fonds propres	0,60	0,66	0,99	1,07

### Arrêt d'une machine de production (suite)

- ▶ Etant donné l'ampleur des impacts de ce scénario sur la trésorerie et les ratios de financement du groupe, nous n'avons pas jugé pertinent d'y ajouter la modélisation d'une dégradation des prix ou du budget d'investissement ni du remboursement des ORAN, la situation projetée compromettant déjà suffisamment la poursuite de l'exploitation du Groupe.



PARIS • LYON • TOULOUSE • LONDRES • CASABLANCA  
SERVICES FINANCIERS

## Paris

---

11, rue de Laborde  
75008 Paris  
[www.bma-groupe.com](http://www.bma-groupe.com)

## Lyon

---

32, rue de la République  
69002 Lyon  
[www.bma-groupe.com](http://www.bma-groupe.com)

## Toulouse

---

54 b, rue Alsace Lorraine  
31000 Toulouse  
[www.bma-groupe.com](http://www.bma-groupe.com)