

# Les cas vernimmen.net

## Cas Warner Theater

Cas créé par Pascal Quiry

Les cas Vernimmen :  
Des outils pour l'enseignement



en complément de l'ouvrage  
et du site [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)

## Avertissement

Ce cas s'inspire d'une récente opération. Cependant, tel un roman historique qui insère des personnages fictifs dans des situations réelles passées, ce dossier expose des points de vue et des idées totalement fictifs à des seules fins pédagogiques. En particulier, les extraits du conseil d'administration proviennent de la seule imagination des auteurs de ce cas et ne correspondent en aucune manière à la réalité.

Il convient de noter également que certaines données chiffrées concernant la société ont été simplifiées, voire altérées, afin de permettre au lecteur une analyse plus simple et une compréhension de ce cas plus rapide.

## PRESENTATION DU CONTEXTE

Le 17 juin 2003, la filiale Warner Europe du groupe AOL Time Warner réunit son comité d'investissement pour examiner le projet de construction d'un nouveau multiplexe espagnol à Barcelone. Warner Europe regroupe les activités de production de Warner en Europe (essentiellement en France) et celles des salles de cinéma (Warner Theatres en Angleterre, Espagne, Italie et Portugal).

En l'absence du directeur général, souffrant, le comité réunit :

- . le PDG de Warner Europe
- . le patron de la production cinématographique
- . le patron de la cellule immobilière
- . le patron des salles de cinéma
- . le patron de Warner Espagne
- . le directeur financier
- . et José Escamillo, nouvel arrivant à la direction financière, en charge du suivi des projets espagnols

### EXTRAITS DU COMITE D'INVESTISSEMENT DE WARNER EUROPE DU 17 JUIN 2003

« .....

#### **Le patron de la production cinématographique**

De toute façon pour le choix du taux de rentabilité minimum à exiger de ce nouveau multiplexe, il n'y a pas à tergiverser. La semaine passée nous avons eu une réunion pour examiner si nous financions ou pas la suite de « Chouchou » et nous avons pris pour faire notre choix un taux de 12 %. Utilisons donc le même taux.

#### **Le patron des salles**

Ah mais, il y a une différence fondamentale de ce projet avec la suite de « Chouchou ». Cette dernière présente un risque élevé comme toute affaire de production où nous sommes toujours dans le domaine du prototype, il est donc logique que nous prenions un taux de rentabilité exigée et donc d'actualisation plus faible pour des salles de cinéma.

Nous ne construisons pas notre premier multiplexe, et la volatilité des cash flow futurs est bien inférieure à celle d'un film pour lequel le nombre d'entrées peut varier de 1 à 100. Qui aurait prédit que nous ferions 4 millions d'entrées dans le monde avec « Chouchou » ? Personne. Avec un multiplexe, la marge d'erreur sur le chiffre d'affaires est tout au plus de 33%.

## **Le patron de Warner Espagne**

Et d'ailleurs comme les multiplexes sont moins risqués que la production cinématographique, il est possible de les financer entièrement par endettement. Une banque espagnole me propose un financement en dollars à un an qui ne coûte que 2,50 %, soit un taux historiquement bas, on n'a pas vu cela depuis 40 ans !

Dès lors, c'est ce taux qu'il faut retenir pour faire nos calculs de valeurs actuelles sur ce projet de multiplexe de Barcelone et je suggère que José Escamillo nous fasse le calcul.

## **José Escamillo**

Moi je n'y comprend plus rien, je sais bien que je ne suis qu'un stagiaire mais enfin quand je lis le dernier compte rendu du conseil d'administration, je vois que le coût du capital du groupe en Europe a été fixé à 10 %, moyenne pondérée du coût de capital de l'activité de production (12 %) et de l'activité d'exploitation de salles de cinéma (9 %). Dès lors, c'est 10 % qu'il faut retenir puisque c'est le coût du capital du groupe.

## **Le PDG de Warner Europe**

Mais à quoi sert alors le taux de 9 %, juste à faire le calcul pour trouver le coût du capital du groupe de 10 % ?

Lors du dernier conseil d'administration de Warner Asie auquel je participe, j'ai vu que pour la construction de multiplexes Warner Asie utilise un taux de 17 %. Pourquoi n'utilisons nous pas le même taux ici ?

## **Le patron des salles**

Mais parce que aucun de nos projets ne peut atteindre ce taux !

.....

## **Le patron de la cellule immobilière**

Le dossier d'investissement qui vous est soumis prévoit selon le schéma classique que nous achetons le terrain, faisons construire le bâtiment, l'aménageons et l'exploitons. Le budget d'investissement est de 18,7 M€.

Cependant, j'ai été approché par des investisseurs financiers qui sont prêts à acquérir le terrain, construire le gros œuvre, nous laisser faire l'aménagement selon nos normes et à notre charge et à nous louer ensuite le multiplexe pour que nous l'exploitions. De ce fait, le coût d'investissement n'est plus que de 6,0 M€. En contre partie, nous nous engageons à verser des loyers annuels de 1,2 M€ sur toute la durée du bail qui serait de 25 ans, avec une option de prolongation à notre initiative.

### **Le directeur financier**

Cela me paraît une idée très intéressante qui mérite d'être creusée. J'y vois en effet deux avantages.

Le premier c'est que nous minimisons l'endettement qui apparaît à notre bilan. En effet, si nous investissons par nous même, il nous faudra nous endetter de 18,7 M€ alors que si nous sommes locataires, il n'y aura que le montant des aménagements que nous aurons à financer par endettement. Or, comme vous le savez, nos crédits bancaires actuellement en place contiennent des clauses qui nous interdisent de nous endetter de plus de 60 M€ supplémentaires. Ce qui veut dire que nous pouvons faire encore 3 multiplexes de la taille de celui-ci si nous sommes propriétaires mais 10 si nous sommes locataires.

### **Le patron des salles**

Dans ce cas, il n'est pas besoin d'en dire plus, je suggère que nous retenions ce mode d'investissement plutôt que la pleine propriété.

### **Le directeur financier**

Le second avantage est que nous minimisons le montant des capitaux investis apparaissant au bilan et améliorons donc la rentabilité économique de nos salles.

### **Le PDG de Warner Europe**

Et j'y vois pour ma part un troisième avantage, celui d'améliorer la valorisation du groupe dans la perspective d'une éventuelle introduction en bourse afin d'aider au désendettement de notre maison mère AOL Time Warner. En effet, actuellement les affaires de salles de cinéma sont valorisées sur la base de 9 fois l'excédent brut d'exploitation moins le montant des dettes bancaires et financières nettes. Or si je regarde les projections faites, en se plaçant en rythme de croisière c'est à dire dans 4 ans, dans un cas l'excédent brut d'exploitation apporté par le projet est de 3,3 M€ avec 18,7 M€ de nouvelles dettes, soit une valeur créée de 10,8 M€<sup>1</sup>, alors que dans le cas de la location l'excédent brut d'exploitation réduit par les loyers de 1,2 M€ est de 2,1 M€ avec 6,0 M€ de dettes, soit une valeur créée de 12,1 M€<sup>2</sup>.

.....

### **Le patron de la production cinématographique**

D'après les calculs de José Escamillo, le TRI du multiplexe est de 2 % supérieur à son coût du capital, soit trois fois moins que le projet « La Vérité si je mens n° 3 » que nous allons étudier dans un instant.

Dans ces conditions et comme nos ressources financières sont limitées, ainsi que le rappelait il y a peu le directeur financier, je pense qu'il est préférable de faire ce film plutôt que ce multiplexe.

---

<sup>1</sup> 10 784 K€ = 3 276 K€ x 9 – 18 700 K€

<sup>2</sup> 12 053 K€ = 2 056 K€ x 9 – 6 000 K€

### **Le patron de l'Espagne**

Je crois que c'est un mauvais raisonnement, il est en effet normal que le TRI de projets de production cinématographique soit plus élevé puisque le risque d'un projet cinématographique est plus élevé que celui d'un multiplexe.

### **Le directeur financier**

Oui, mais dans les deux cas de figure, les projets couvrent leur coût du capital, il faut donc les faire tous les deux.

### **Le patron des salles de cinéma**

Le TRI de votre projet de production est peut être plus élevé que celui de mon multiplexe espagnol, mais sa VAN est bien plus faible que celle de mon projet ce qui est bizarre. Dès lors je me demande même si vos calculs de TRI sont vraiment justes.

### **José Escamillo**

Non, non, il n'y a pas de problème, c'est bien cela, je les ai vérifiés.

### **Le PDG de Warner Europe**

J'ai l'impression que l'on s'égare un peu. Revenons au détail de ce multiplexe de Barcelone. Dans nos projections de flux, je vois que vous avez pris pour l'investissement l'achat du terrain. Mais je ne comprends pas, puisque nous l'avons acheté il y a 3 ans, nous n'allons pas l'acheter de nouveau ?

Par ailleurs, pourquoi n'allouez-vous pas une partie des frais de la direction générale de Warner Europe à ce projet. Après tout, le directeur général et moi-même passons du temps sur ce projet.

Enfin pourquoi avoir raisonné avec des flux de revenus hors inflation ? L'inflation est certes basse en ce moment, mais elle n'est pas inexistante.

### **Le patron des salles de cinéma**

Je propose que José Escamillo qui a fait les calculs vous réponde.

### **José Escamillo**

L'inflation ne figure pas dans les flux car elle est déjà présente dans le taux d'actualisation, notre coût du capital. Raisonner avec des flux intégrant l'inflation, ce serait la compter deux fois, soit une fois de trop.

Nous n'avons pas alloué à ce projet une partie de vos coûts car, excusez-moi et n'y voyez pas malice de ma part, que ce projet se fasse ou pas, le groupe supportera vos coûts quand même.

Enfin, le terrain apparaît, car en réalisant cet investissement nous nous privons de la possibilité de le vendre à un tiers.

### **Le PDG de Warner Europe**

Humm, je vois.

Mais est-il vraiment besoin de faire des calculs aussi complexes que ceux de TRI et de VAN, ne peut-on pas se contenter de remarquer que l'excédent brut d'exploitation généré par ce projet cumulé sur les cinq premières années est supérieur au montant de l'investissement, ce qui veut dire que nous récupérerons notre investissement en cinq ans, pour valider que ce projet vaut la peine d'être réalisé ?

..... »

## QUESTIONS

1. Procédez à une rapide analyse financière de la filiale salles de cinéma de Warner, en vous limitant à l'étude des grandes tendances
2. Pensez-vous que la valeur des capitaux propres de la filiale salles de cinéma de Warner soit supérieure, inférieure ou égale à 526,8 M€ ? Pourquoi ?
3. Que pensez-vous du traitement de l'inflation préconisé par José Escamillo ? Pourquoi ?
4. Que pensez-vous du traitement des coûts de la direction générale préconisé par José Escamillo ? Pourquoi ?
5. Que pensez-vous du traitement des terrains préconisé par José Escamillo ? Pourquoi ?
6. Calculez la rentabilité économique de ce nouveau multiplexe (après impôt à 35 %) la quatrième année selon que l'investissement prenne une forme classique ou une forme location. Qu'en pensez-vous ? Pouvez-vous alors choisir sur cette base là entre les deux formules ?
7. Quel est, la quatrième année du projet (2006), le flux de trésorerie disponible généré (hors financement) par le multiplexe dans le cas où Warner en est propriétaire ou dans le cas où il est locataire ?
8. Quelles sont les différences entre l'investissement traditionnel et l'investissement sous forme de location ?
  - dans le compte de résultat ;
  - dans la trésorerie ;
  - au bilanQu'en pensez-vous ?
9. Quel est, entre les deux formes d'investissement, le plus risqué pour Warner, c'est à dire celui qui élève le plus le point mort en trésorerie ? Pourquoi ?

NB : Comme vous le savez la dotation aux amortissements est une charge comptable mais n'est pas un flux de trésorerie.



10. Pensez-vous que le coût du capital à utiliser est le même que l'investissement soit sous sa forme classique (achat, construction, exploitation) ou sa forme nouvelle (location et exploitation) ? Pourquoi ?
11. Vous paraît-il pertinent d'utiliser le taux de 17 % comme taux de rentabilité à exiger des multiplexes européens ? Pourquoi ?
12. Quel est le taux d'actualisation à retenir pour le projet de Barcelone en pleine propriété : 2,5 %, 9 %, 10 % ou 12 % ? Pourquoi ?
13. A quoi sert le coût du capital du groupe Warner de 10 % ?
14. Quels sont les deux risques que prend Warner s'il finance le multiplexe de Barcelone par un emprunt à un an en dollars à 2,50 % ? Accepteriez-vous ce financement ?
15. Quelles sont les explications possibles au fait que le TRI de « La Vérité si je mens n° 3 » soit supérieur au TRI du multiplexe de Barcelone alors que sa VAN lui est inférieure ?
16. Si Warner dispose du financement, pensez-vous vraiment comme le directeur financier qu'il faille faire les deux investissements ? Pourquoi ?
17. Dans le cadre de la théorie des marchés à l'équilibre, pensez-vous que le multiple de l'excédent brut d'exploitation qui sert à valoriser l'actif économique soit le même que l'investissement soit sous sa forme classique ou qu'il soit sous sa forme nouvelle de location ? Pourquoi ?

## **ANNEXES**

- 1.** Présentation de la filiale salles de cinéma de Warner Europe
- 2.** Présentation du marché des salles de cinéma en Europe
- 3.** Documents financiers de Warner Theatres, la branche salles de cinéma de Warner Europe
- 4.** Investissements multiplexe de Barcelone en cas de pleine propriété
- 5.** Investissements multiplexe de Barcelone en cas de location

## **Annexe 1 : Présentation de Warner Theatres Europe**

### **Activité de Warner Theatres Europe**

***Remarque préliminaire importante : Warner Theatres Europe, dont les comptes sont présentés ci-après, rassemble les activités d'exploitation de salles de cinéma du groupe Warner Europe, et ne comprend pas les activités de production cinématographique.***

Warner Theatres Europe est un groupe d'exploitation de salles de cinéma, présent en Espagne, en Grande-Bretagne, en Italie et au Portugal. Le groupe a mené depuis 1995 une politique d'expansion continue, avec notamment le développement d'un réseau de multiplexes, la rénovation de cinémas existants et l'acquisition d'un réseau italien de salles en 1999.

Les multiplexes, installés en périphérie des grandes villes, concurrencent les traditionnelles salles de cinéma de centre-ville et permettent un meilleur contrôle des coûts. Un quart des écrans de Warner Theatres Europe reste situé en centre-ville, ce type de salles présentant un intérêt commercial (complémentarité avec les multiplexes au niveau de la programmation) et stratégique (reconnaissance de la marque).

Warner Theatres Europe compte environ 900 salles pour 93 cinémas au 31 décembre 2002. Plus de 64 millions de spectateurs ont assisté à la projection d'un film dans l'une des salles Warner Europe Theatres en 2002.

### **Principaux événements récents**

#### **1999**

Acquisition, le 14 octobre (consolidation sur 2,5 mois de l'exercice 1999), d'un groupe italien de salles de cinéma pour plus de 300 M€, financé par dette et augmentation de capital.

Ce groupe est le second opérateur de multiplexes en Italie, et réalise un chiffre d'affaires d'environ 120 M€.

Ouverture de 4 nouveaux multiplexes en Angleterre en Espagne.

#### **2000**

Cession d'une régie publicitaire (environ 25 M€ de chiffre d'affaires).

Ouverture de 5 multiplexes et acquisition d'un cinéma au Royaume-Uni.

#### **2001**

Ouverture de 7 multiplexes (4 en Grande-Bretagne, 2 en Espagne et 1 en Italie).

#### **2002**

Ouverture du premier multiplexe en Irlande.

Cession des murs de 9 cinémas au Royaume-Uni pour environ 120 M€.

## **Annexe 2 : Présentation du marché des salles de cinéma en Europe**

### Evolution

La fréquentation des salles de cinéma dans l'Union Européenne a fortement progressé au cours des 10 dernières années.

Au total, le nombre d'entrées est passé de 579 millions en 1992 à 838 millions en 2000, soit une hausse de 45%, et un taux d'augmentation annuel moyen de 5%.

La fréquentation des salles de cinéma a été dopée par le redéploiement du réseau, qui s'est lui-même appuyé sur une amélioration du confort des salles, un large choix de films et une politique commerciale dynamique et attractive car plus adaptée (forfaits illimités).

### Concurrence

#### *Grande-Bretagne (156 millions d'entrées en 2001)*

La concentration du marché britannique est déjà bien entamée.

Quatre groupes dominent le marché : Odeon (21%), UCI (19%), UGC (18%) et Warner (17%).

#### *Portugal (24 millions d'entrées en 2001)*

Le marché portugais est dominé par Kinopolis avec près de 50% des entrées. Warner arrive en seconde place avec 13,5%.

#### *Espagne (144 millions d'entrées en 2001)*

Ce marché est encore peu concentré. Le leader, CAEC, réalisé près de 12% des entrées totales.

#### *Italie (107 millions d'entrées en 2001)*

Le marché italien est très atomisé. Les principaux acteurs en sont Warner (121 écrans), Medusa Cinemas (65 écrans) et UCI Italia (42 écrans).

### Annexe 3 : Documents financiers de Warner Theatres, activité exploitation de salles de cinéma de Warner Europe

#### Compte de résultat consolidé

En millions d'€

**Chiffre d'affaires**

Croissance

**- coûts d'exploitation**

dont :

locations de films et droits d'auteurs

charges de personnel

loyers et charges

Frais de publicité et marketing

Autres produits et charges d'expl.

**= excédent brut d'exploitation**

- dotations aux amortissements

**= résultat d'exploitation**

+ résultat financier

**= résultat courant**

+ résultat exceptionnel

- impôt sur les sociétés

**= résultat net avant amortissement des écarts d'acquisition**

- amortissement des écarts d'acquisition

**= résultat net après amortissement des écarts d'acquisition**

Taux normatif IS

31/12/98	% CA	31/12/99	% CA	31/12/00	% CA	31/12/01	% CA	31/12/02	% CA
172,9		211,4		391,3		447,9		483,3	
		+22,2%		+85,1%		+14,5%		+7,9%	
-142,0		-180,6		-340,4		-386,3		-423,1	
-62,1	(35,9%)	-71,7	(33,9%)	-118,0	(30,2%)	-139,8	(31,2%)	-152,7	(31,6%)
-34,6	(20,0%)	-49,1	(23,2%)	-82,6	(21,1%)	-95,7	(21,4%)	-105,2	(21,8%)
-8,3	(4,8%)	-12,5	(5,9%)	-36,9	(9,4%)	-40,5	(9,0%)	-48,2	(10,0%)
-3,2	(1,9%)	-5,3	(2,5%)	-11,4	(2,9%)	-10,4	(2,3%)	-9,9	(2,1%)
-33,9	(19,6%)	-42,0	(19,9%)	-91,5	(23,4%)	-100,0	(22,3%)	-107,1	(22,2%)
31,0	17,9%	30,8	14,6%	50,9	13,0%	61,6	13,8%	60,1	12,4%
-17,1		-24,5		-40,1		-43,7		-52,5	
13,9	8,0%	6,3	3,0%	10,8	2,8%	17,9	4,0%	7,7	1,6%
-8,3		-11,2		-26,5		-26,6		-21,2	
5,6	3,2%	-5,0	-2,4%	-15,7	-4,0%	-8,7	-1,9%	-13,5	-2,8%
4,4		2,1		2,2		11,8		13,9	
-2,1		5,4		1,8		2,7		1,0	
7,8		2,5		-11,7		5,9		1,3	
0,0		0,0		-0,3		-0,3		-2,2	
7,8		2,5		-11,9		5,6		-0,9	
41,66%		40,00%		37,76%		36,43%		35,43%	

#### Tableau des flux de trésorerie

En millions d'€

**Capacité d'autofinancement**

- variation du BFR

+ autres éléments non cash

**= flux d'exploitation (1)**

Prix de vente des actifs cédés

- Investissements

**= Flux d'investissement (2)****Flux de trésorerie disponible (1) - (2)**

+ augmentation de capital

- dividendes versés

**= diminution (augmentation) de l'endettement net**

31/12/98	31/12/99	31/12/00	31/12/01	31/12/02
24,9	27,0	28,4	49,6	53,8
-4,0	49,5	-5,5	71,7	-39,0
-6,5	-36,4	-1,2	-6,3	-40,0
14,4	40,1	21,7	115,0	-25,2
10,6	5,9	0,2	20,3	119,0
-71,6	524,4	125,1	106,4	11,3
82,2	-518,5	-125,0	-86,1	107,7
96,6	-478,3	-103,2	29,0	82,5
0,6	335,7	50,3	46,0	0,0
-0,2	-0,4	-7,9	-0,7	0,0
97,4	-142,3	-45,0	75,6	82,5

**Bilan consolidé**

En millions d'€	31/12/98	31/12/99	31/12/00	31/12/01	31/12/02
Immobilisations incorporelles	75,7	370,5	416,2	423,9	369,5
+ Immobilisations corporelles	211,9	409,6	454,5	486,7	355,6
+ Immobilisations financières	4,6	9,1	2,8	7,7	4,3
<b>= Total Immobilisations (a)</b>	<b>292,2</b>	<b>789,2</b>	<b>873,5</b>	<b>918,3</b>	<b>729,4</b>
<i>Stocks</i>	0,4	3,4	3,2	2,8	2,7
+ <i>avances, acomptes versés</i>	20,4	24,8	37,5	26,3	68,1
+ <i>clients</i>	4,6	5,7	21,4	18,5	9,9
- <i>fournisseurs</i>	-18,8	-34,4	-48,9	-66,4	-60,7
- <i>autres dettes d'exploitation</i>	-42,3	-86,7	-93,2	-115,9	-112,9
= Besoin en fonds de roulement d'exploitation (b)	-35,7	-87,3	-80,0	-134,7	-92,9
Besoin en fonds de roulement hors exploitation (c)	100,4	102,5	100,7	83,7	80,9
<b>BFR total (d)=(b)+(c)</b>	<b>64,7</b>	<b>15,2</b>	<b>20,7</b>	<b>-51,0</b>	<b>-12,0</b>
<b>Actif économique = (a)+(d)</b>	<b>356,9</b>	<b>804,4</b>	<b>894,2</b>	<b>867,3</b>	<b>717,4</b>
Capitaux propres (e)	195,4	500,7	545,5	594,2	526,8
Endettement bancaire et financier net (f)	161,5	303,7	348,7	273,1	190,6
<b>Actif économique = (e)+(f)</b>	<b>356,9</b>	<b>804,4</b>	<b>894,2</b>	<b>867,3</b>	<b>717,4</b>

**Ratios de rotation du BFR**

	31/12/98	31/12/99	31/12/00	31/12/01	31/12/02
BFR exploitation / CA en jours	-75j	-151j	-75j	-110j	-70j

**Rentabilité**

	31/12/98	31/12/99	31/12/00	31/12/01	31/12/02
Résultat économique après impôt/CA x	4,7%	1,8%	1,7%	2,5%	1,0%
CA/actif économique	0,48x	0,26x	0,44x	0,52x	0,67x
<b>=rentabilité économique après impôt</b>	<b>2,3%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,3%</b>	<b>0,7%</b>
<b>Rentabilité des capitaux propres après impôt *</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-2,4%</b>
Levier financier (D/CP)	83%	61%	64%	46%	36%

\* Résultat courant après impôt / capitaux propres

## Annexe 4 : Investissements multiplexe de Barcelone en cas de pleine propriété

### Investissement en pleine propriété

#### COMPTE DE RESULTAT

en milliers d'euros

	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e
Chiffre d'affaires	-	3 429	5 988	6 800	7 088	7 390	7 635
Achats	-	(1 484)	(2 551)	(2 912)	(3 047)	(3 190)	(3 301)
Charges de personnel	-	(667)	(887)	(913)	(941)	(969)	(988)
Autres charges d'exploitation	-	(212)	(51)	169	176	181	197
Loyers	-	-	-	-	-	-	-
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	-	<b>1 066</b>	<b>2 499</b>	<b>3 144</b>	<b>3 276</b>	<b>3 412</b>	<b>3 543</b>
Dotations aux amortissements	-	(1 057)	(1 410)	(1 410)	(1 410)	(1 410)	(1 410)
<b>Résultat d'exploitation</b>	-	<b>9</b>	<b>1 089</b>	<b>1 734</b>	<b>1 866</b>	<b>2 002</b>	<b>2 133</b>
Frais financiers	-	(459)	(426)	(374)	(314)	(252)	(187)
IS (35%)	-	-	(232)	(476)	(543)	(612)	(681)
<b>Résultat Net</b>	-	<b>(450)</b>	<b>431</b>	<b>884</b>	<b>1 009</b>	<b>1 137</b>	<b>1 265</b>

#### BILAN

	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e
Immobilisations	18 700	17 643	16 233	14 823	13 413	12 003	10 593
BFR	-	(85)	(149)	(169)	(176)	(184)	(190)
<b>Actif Economique</b>	<b>18 700</b>	<b>17 558</b>	<b>16 084</b>	<b>14 654</b>	<b>13 237</b>	<b>11 819</b>	<b>10 403</b>
Capitaux propres	-	(450)	(19)	865	1 874	3 011	4 276
Dette financière nette	18 700	18 008	16 103	13 789	11 363	8 808	6 127
<b>Capitaux investis</b>	<b>18 700</b>	<b>17 558</b>	<b>16 084</b>	<b>14 654</b>	<b>13 237</b>	<b>11 819</b>	<b>10 403</b>

#### TABEAU DE FLUX

	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e
Résultat net	-	(450)	431	884	1 009	1 137	1 265
Dotations aux amortissements	-	1 057	1 410	1 410	1 410	1 410	1 410
<b>Capacité d'autofinancement</b>	-	<b>607</b>	<b>1 841</b>	<b>2 294</b>	<b>2 419</b>	<b>2 547</b>	<b>2 675</b>
Variation de BFR	-	-85	-64	-20	-7	-8	-6
<b>Flux de trésorerie d'exploitation</b>	-	<b>692</b>	<b>1 904</b>	<b>2 314</b>	<b>2 426</b>	<b>2 555</b>	<b>2 681</b>
Investissements	(18 700)	-	-	-	-	-	-
<b>Flux de trésorerie disponible après frais financiers</b>	<b>(18 700)</b>	<b>692</b>	<b>1 904</b>	<b>2 314</b>	<b>2 426</b>	<b>2 555</b>	<b>2 681</b>
<b>Augmentation (Diminution) de l'endettement net</b>	<b>18 700</b>	<b>(692)</b>	<b>(1 904)</b>	<b>(2 314)</b>	<b>(2 426)</b>	<b>(2 555)</b>	<b>(2 681)</b>

Hypothèse dette  
kd avant impôt

2,5%

## Annexe 5 : Investissements multiplexe de Barcelone en cas de location

Investissement en location

## COMPTES DE RESULTAT

en milliers d'euros

	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e
Chiffre d'affaires	-	3 429	5 988	6 800	7 088	7 390	7 635
Achats	-	(1 484)	(2 551)	(2 912)	(3 047)	(3 190)	(3 301)
Charges de personnel	-	(667)	(887)	(913)	(941)	(969)	(988)
Autres charges d'exploitation	-	(212)	(51)	169	176	181	197
Loyers	-	(558)	(1 150)	(1 220)	(1 220)	(1 257)	(1 294)
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	-	<b>508</b>	<b>1 349</b>	<b>1 924</b>	<b>2 056</b>	<b>2 155</b>	<b>2 249</b>
Dotations aux amortissements	-	(900)	(900)	(900)	(900)	(900)	(900)
<b>Résultat d'exploitation</b>	-	<b>(392)</b>	<b>449</b>	<b>1 024</b>	<b>1 156</b>	<b>1 255</b>	<b>1 349</b>
Frais financiers	-	(144)	(124)	(90)	(51)	(9)	35
IS (35%)	-	-	(114)	(327)	(387)	(436)	(484)
<b>Résultat Net</b>	-	<b>(537)</b>	<b>211</b>	<b>607</b>	<b>718</b>	<b>810</b>	<b>899</b>

## BILAN

	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e
Immobilisations	6 000	5 100	4 200	3 300	2 400	1 500	600
BFR	-	(85)	(149)	(169)	(176)	(184)	(190)
<b>Actif Economique</b>	<b>6 000</b>	<b>5 015</b>	<b>4 051</b>	<b>3 131</b>	<b>2 224</b>	<b>1 316</b>	<b>410</b>
Capitaux propres	-	(537)	(325)	281	1 000	1 809	2 709
Dette financière nette	6 000	5 551	4 377	2 850	1 224	(493)	(2 298)
<b>Capitaux investis</b>	<b>6 000</b>	<b>5 015</b>	<b>4 051</b>	<b>3 131</b>	<b>2 224</b>	<b>1 316</b>	<b>410</b>

## TABLEAU DE FLUX

	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e
Résultat net	-	(537)	211	607	718	810	899
Dotations aux amortissements	-	900	900	900	900	900	900
<b>Capacité d'autofinancement</b>	-	<b>363</b>	<b>1 111</b>	<b>1 507</b>	<b>1 618</b>	<b>1 710</b>	<b>1 799</b>
Variation de BFR	-	-85	-64	*-20	-7	-8	-6
<b>Flux de trésorerie d'exploitation</b>	-	<b>449</b>	<b>1 175</b>	<b>1 527</b>	<b>1 625</b>	<b>1 717</b>	<b>1 805</b>
Investissements	(6 000)	-	-	-	-	-	-
<b>Flux de trésorerie disponible après frais financiers</b>	<b>(6 000)</b>	<b>449</b>	<b>1 175</b>	<b>1 527</b>	<b>1 625</b>	<b>1 717</b>	<b>1 805</b>
<b>Augmentation (Diminution) de l'endettement net</b>	<b>6 000</b>	<b>(449)</b>	<b>(1 175)</b>	<b>(1 527)</b>	<b>(1 625)</b>	<b>(1 717)</b>	<b>(1 805)</b>

Hypothèse dette  
kd avant impôt

2,5%