

| Novembre 2016

Financement des entreprises



Redbridge soutient l'UNICEF

Depuis début 2012, le Market Intelligence Group de Redbridge soutient, à travers ses programmes de recherche, les actions de l'UNICEF en faveur de la protection des droits de l'enfance.

Pour chaque réponse reçue dans le cadre d'une de ses enquêtes, Redbridge reverse un don à l'organisation caritative. Le don, au titre de chaque réponse à notre enquête sur les relations entreprises-prêteurs, a été fixé à 10 euros.

Redbridge et le Market Intelligence Group tiennent à remercier chaleureusement tous les professionnels qui ont consacré du temps à répondre à nos enquêtes et nous ont permis de reverser depuis le début de l'année 2016 la somme de 2 120 euros.

© Redbridge 2016

Toute reproduction ou représentation intégrale ou partielle, par quelque procédé que ce soit, des pages ou images publiées dans la présente publication, faite sans l'autorisation écrite de Redbridge, est illicite et constitue une contrefaçon.

03

Avant-Propos

05

Étude –
Financement SBF 120

10

Tendances actuelles du marché
des financements corporate

14

Enquête –
Relations entreprises – prêteurs

L'optimisation de la structure financière reste d'actualité. Le plus haut historique de l'encours de crédits aux entreprises atteste en France de l'appétit des banques à prêter. En 2016, celles-ci ont plus largement fait appel aux opérations de refinancement à très long terme (TLTRO) menées par la BCE et les marges de crédit sont restées basses. Le dynamisme du crédit bancaire concurrence la forte liquidité des investisseurs institutionnels, qui s'emploie désormais auprès des entreprises de taille intermédiaire, sur des tickets moyens d'une cinquantaine de millions d'euros.

Alors que le mouvement de remontée des taux d'intérêt s'amorce aux États-Unis, les emprunteurs ne doivent pas se laisser bercer par cette situation. Pour chaque direction financière, c'est le moment de faire preuve d'une rigueur accrue dans la relation avec les prêteurs, bancaires comme non bancaires. Par exemple, il est légitime de se battre contre l'intégration dans les contrats de crédit d'un floor à 0 % en deçà duquel le taux de référence des emprunts (Euribor ou Libor) ne peut pas descendre. Les banques ont accordé aux meilleures signatures que le plancher ne s'applique plus à l'Euribor, mais à l'ensemble Euribor plus marge de crédit. Ce principe mérite d'être généralisé. De même, les évolutions majeures des marchés de la dette offrent des opportunités d'optimisation à un nombre croissant d'entreprises qui se doivent de les identifier.

Les entreprises ne sont pas nécessairement préparées au mieux avant d'approcher les prêteurs. Par exemple, l'appréciation du risque de crédit par les prêteurs reste une donnée trop largement ignorée par les directions financières. Plus de la moitié d'entre elles (56 %) ne connaissent pas la manière dont leurs principaux prêteurs perçoivent leur risque, selon une enquête menée par Redbridge dont nous publions aujourd'hui les résultats. Cette méconnaissance prive les corporates d'engager leurs négociations sur les financements sur une base objective. Un constat qui vaut tant pour la dette bancaire que non bancaire.

Les efforts entrepris ces dernières années pour renforcer les profils de crédit, améliorer la génération de cash et optimiser les bilans placent les groupes français à l'avantage dans la perspective d'un nouveau cycle d'investissement. Pour financer la croissance, ceux-ci envisagent de diversifier toujours plus leurs sources de financement. La clé de la réussite réside dans la bonne compréhension des attentes de chaque prêteur.

Didier Philouze, Managing Director, Conseil en Financements
Redbridge Debt & Treasury Advisory



Étude – Financement SBF 120



À fin 2015, les principaux groupes cotés français affichaient un bilan et une liquidité renforcés

Les 98 corporates du SBF 120 ont continué de lever de la dette, sans pour autant employer les fonds

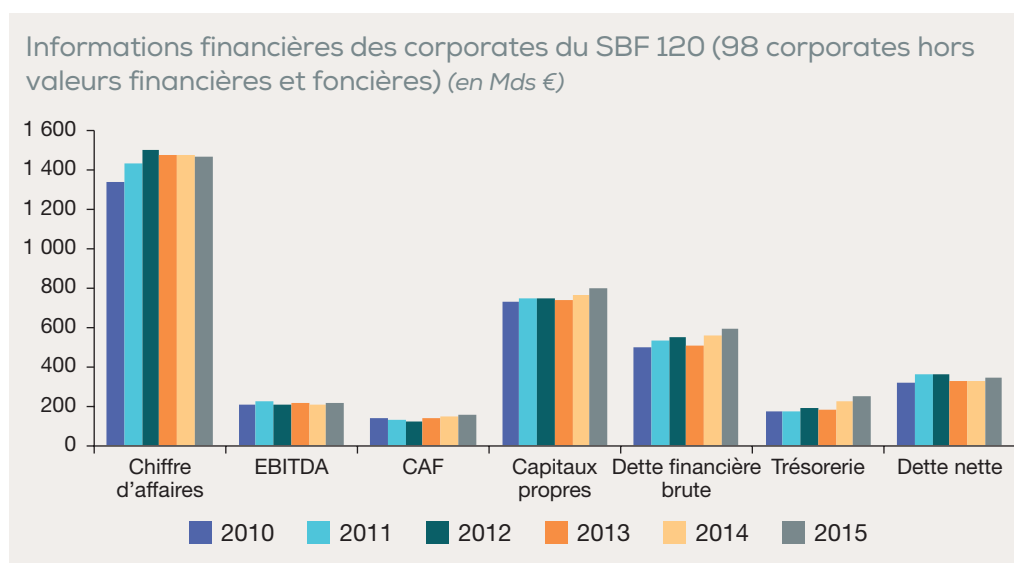
Au cours du dernier exercice, les grandes entreprises françaises ont profité de l'environnement de taux bas pour lever de la dette à bon compte.

La dette brute des 98 corporates de l'indice SBF 120 (hors valeurs financières et foncières) a encore progressé (+ 6,1 % ou 34 milliards d'euros) à 589 milliards d'euros à fin 2015.

La majeure partie de la dette nouvellement levée n'a toutefois pas été employée, comme en témoigne la hausse de 21 milliards d'euros des encours de trésorerie et équivalents de trésorerie (+ 9,3 %), à 246 milliards d'euros.

Sur un an, la dette nette progresse légèrement (3,6 %), à 342 milliards d'euros.

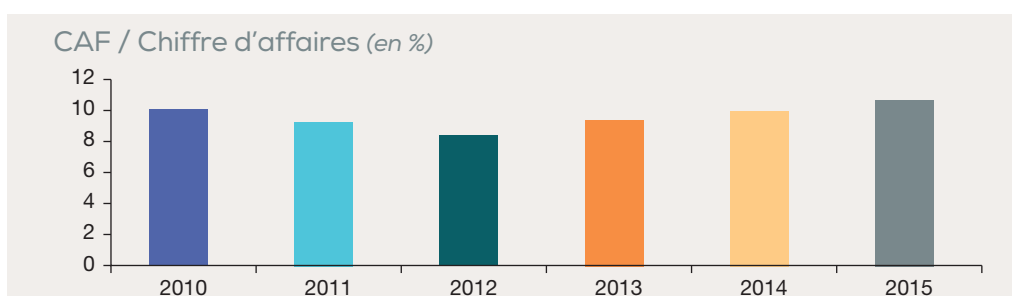
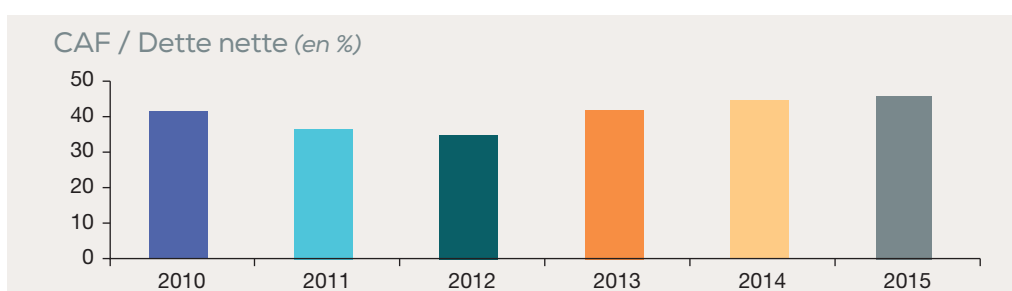
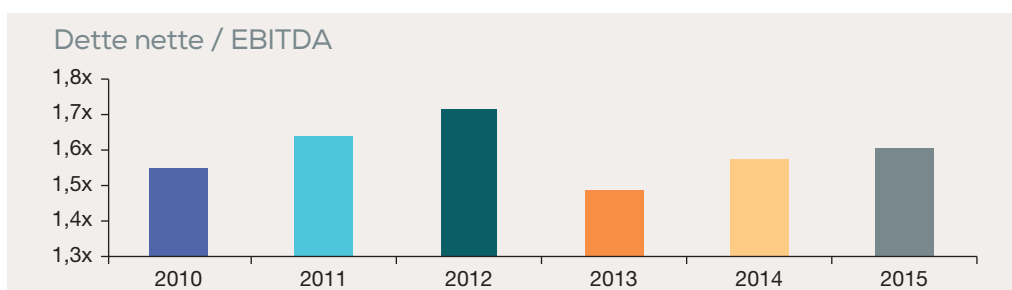
L'EBITDA progresse à 213 milliards d'euros, + 1,5 %), et la capacité d'autofinancement est en nette hausse (+ 6 %), à 157 milliards d'euros.



Les directions financières des grands groupes disposent désormais d'une puissance de feu conséquente

Renforcement du profil de crédit – Effort sur la génération de cash – Optimisation du bilan

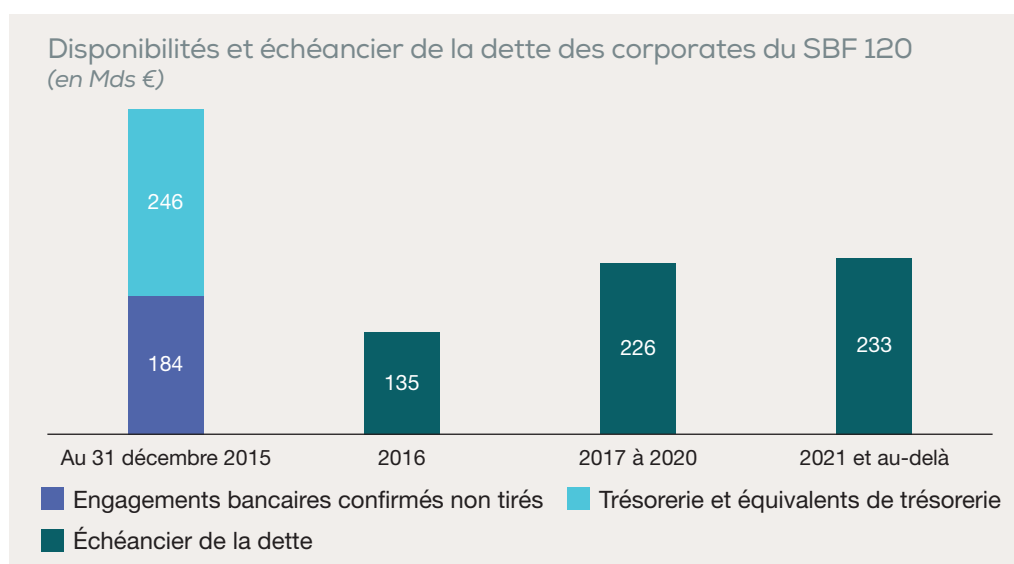
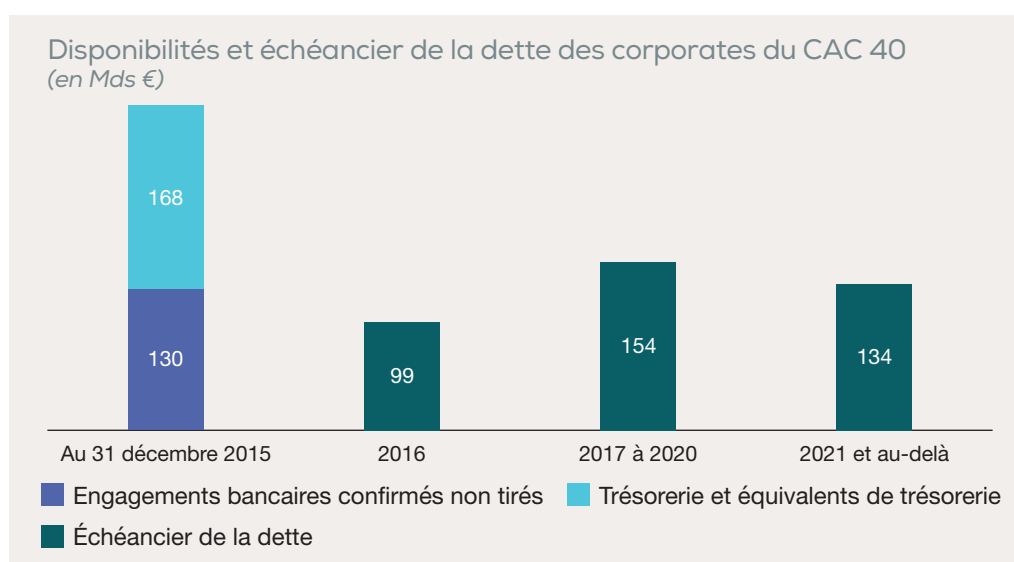
- Le levier dette nette sur EBITDA est resté stable au cours du dernier exercice, à 1,6. Les grands groupes cotés français conservent une marge conséquente d'endettement supplémentaire.
- Le rapport entre la capacité d'autofinancement et la dette nette se maintient à 46 % contre 45 % un an plus tôt, traduisant les efforts continus des corporates sur la génération de cash.
- Au-delà de l'effort des sociétés sur la performance opérationnelle, la génération de cash flow est également améliorée par un recours plus systématique (et décomplexé) aux techniques de factoring :
 - évolution de l'offre des banques, maintenant destinée à tout type de sociétés et plus seulement aux sociétés en difficultés ;
 - maturité plus grande du marché permettant la mise en place de programme multi-pays ;
 - outils flexibles, permettant une optimisation de la gestion du cash, et des niveaux de levier (factor déconsolidant) ;
 - nouvelles plateformes, flexibles, permettant également de soutenir certains fournisseurs (reverse factoring).



Les corporates du SBF 120 couvrent 3,2 fois leurs engagements financiers à moins d'un an

Les sociétés du CAC 40 limitent les tirages sur la dette bancaire

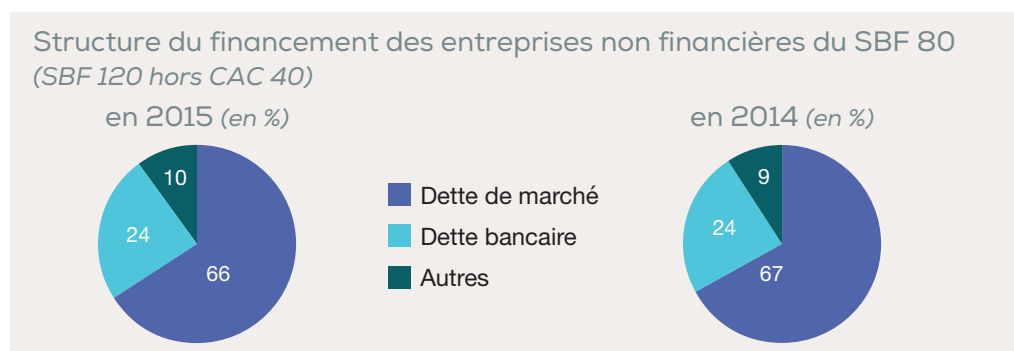
- Les encours de dette bancaire par les groupes du SBF 120 ont de nouveau reculé de 10 milliards d'euros l'an dernier, à 100 milliards d'euros.
- Ce recul, traduisant une optimisation du profil de dette, s'observe principalement au sein des groupes du CAC 40. *A contrario*, la dette bancaire au sein des groupes du SBF 120 ex-CAC 40 a légèrement augmenté (passant de 45 à 49 milliards d'euros).
- Au cours de l'exercice écoulé, les directions financières des plus grands groupes cotés français ont redimensionné leur profil de liquidité à la baisse, sans préjudice pour sa solidité.
- À fin 2015, les corporates du SBF 120 couvraient 3,2 fois le montant de leurs engagements financiers à moins d'un an. Ce ratio de couverture était de 3,1 à fin 2014.



La part des financements obligataires dans l'endettement des corporates du SBF 120 hors CAC 40 se stabilise

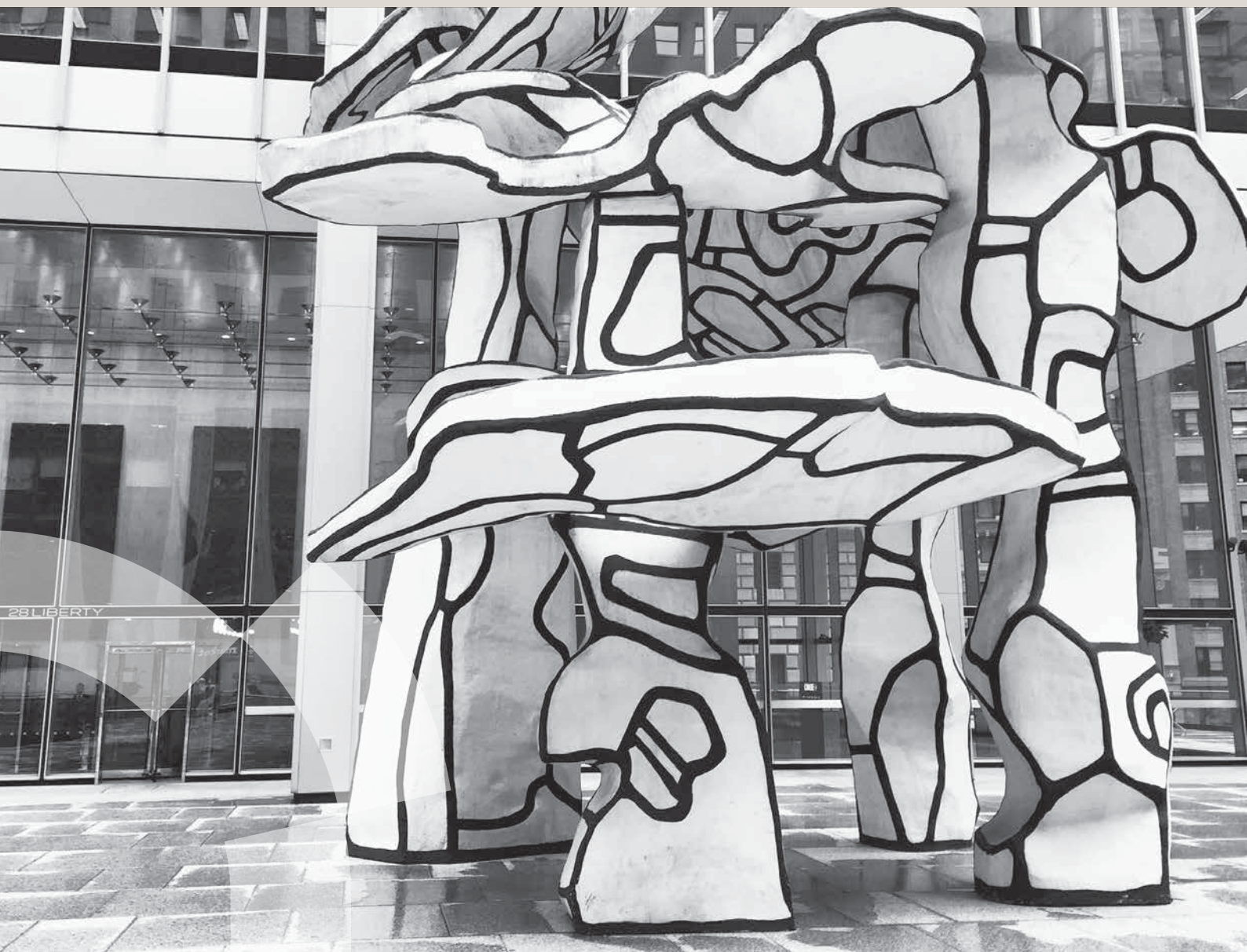
La dynamique de désintermédiation des financements se poursuit désormais auprès des ETI

- La part des financements obligataires (cotés et privés réunis) dans la dette brute des corporates du SBF 120 a progressé de trois points l'an dernier.
- Cette progression s'explique pour l'essentiel par les opérations des groupes du CAC 40.
- Sur les sociétés de l'indice SBF 120 n'appartenant pas à l'indice CAC 40, la part de l'obligataire s'est stabilisée, à 66 %.
- Ce palier de 66 % ne signifie pas pour autant un arrêt de la dynamique de désintermédiation des financements. Les financements désintermédiés concernent toujours un univers plus large d'entreprises. Les entreprises de taille intermédiaire (ETI) ont ainsi largement animé le marché des placements privés l'an dernier, sur des tickets de taille plus modeste (inférieurs à 50 millions d'euros en moyenne).



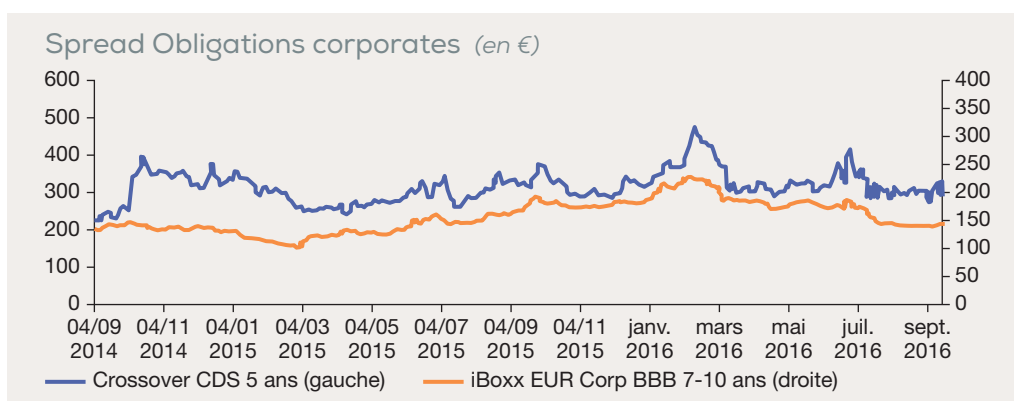
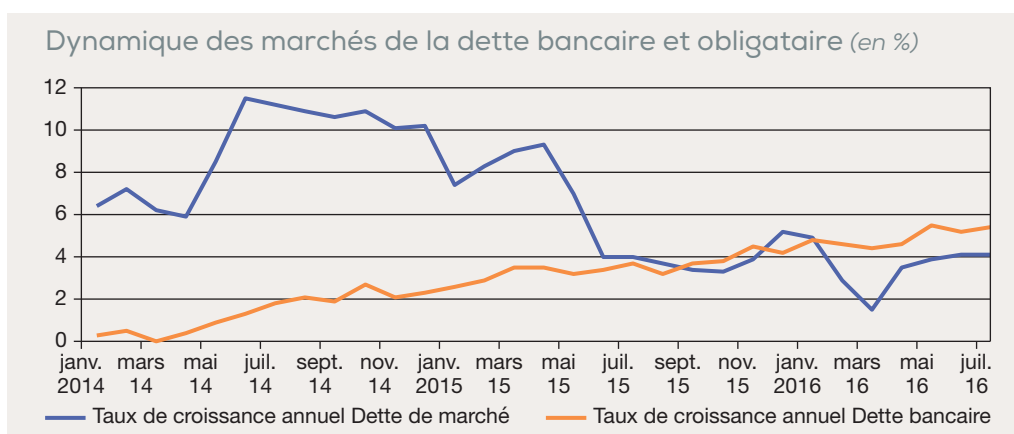


Tendances actuelles du marché des financements corporate



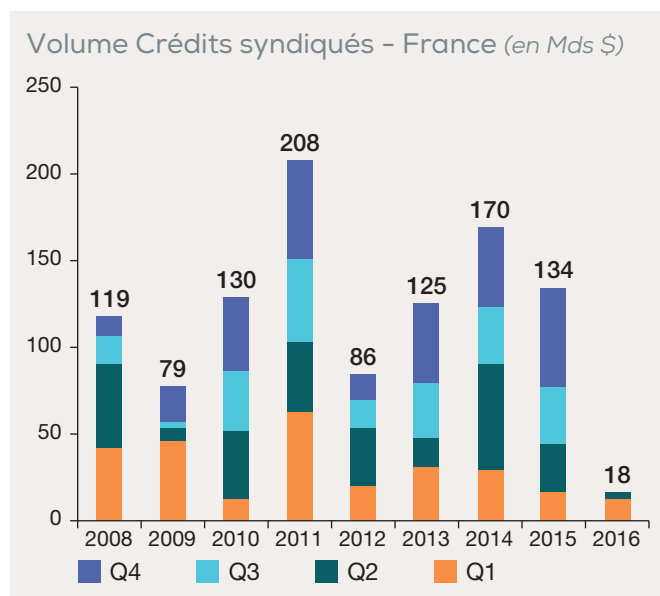
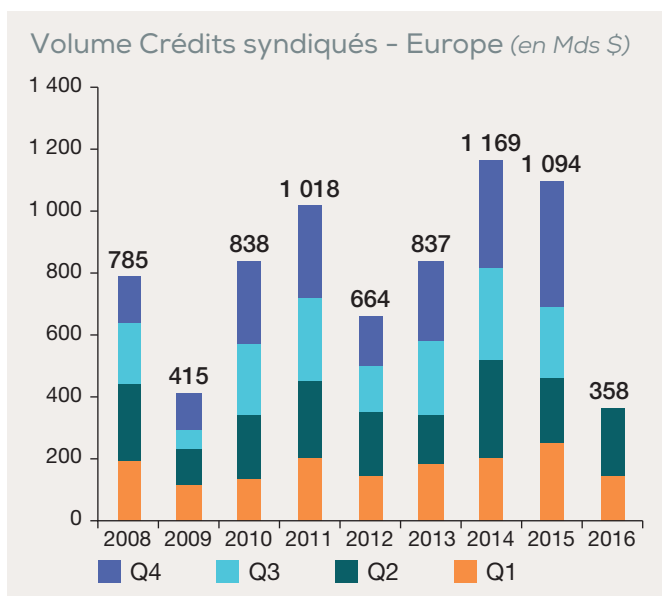
Obligataire - L'€PP concurrencé par le crédit bancaire... et le Schuldschein

- Le mouvement de désintermédiation fait une pause en 2016.
- Sur l'ensemble des entreprises françaises, la part dette bancaire vs. non bancaire est stable à 61 % vs. 39 % (source BdF).
- Depuis début 2016, les financements levés sur le marché de l'€PP se montent à peine à 2 milliards d'euros (4,8 milliards sur l'ensemble de 2015).
- Les financements €PP sont concurrencés par le crédit bancaire (encours en France au plus haut historique à 960 milliards d'euros) et le Schuldschein (les corporates français ont levé environ 1,7 milliard sur ce marché).
- D'abondantes liquidités sont en attente d'emploi. La collecte d'assurance vie dépasse 15 milliards d'euros depuis le début de l'année. Compte tenu des récents fonds et mandats levés ou en passe de l'être, le potentiel disponible à court terme est supérieur à 2 milliards d'euros.
- Dans un marché bancaire (« pur » ou Schuldschein) compétitif en termes de prix comme de maturité, l'€PP doit prouver sa valeur ajoutée et convaincre de sa valeur diversifiante et de sa flexibilité.
- L'Eurobond non noté concurrence également le PP (cf. IPSEN).
- La politique de la BCE pèse significativement sur les spreads.
- Les bons risques étant pris par les banques ou l'Eurobond, les investisseurs PP étudient des profils plus risqués et/ou de plus petite taille (pour peu d'élus).
- Bien se vendre aux investisseurs potentiels devient critique pour les sociétés.

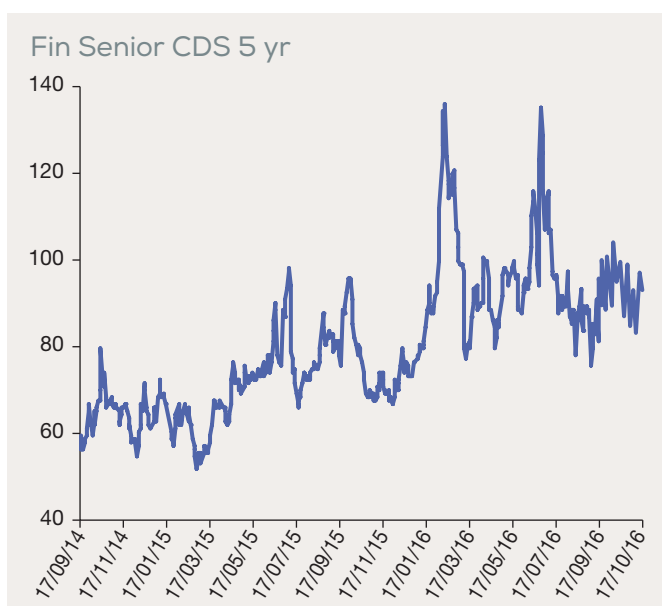


Crédit bancaire – Toujours plus compétitif, mais pour combien de temps ?

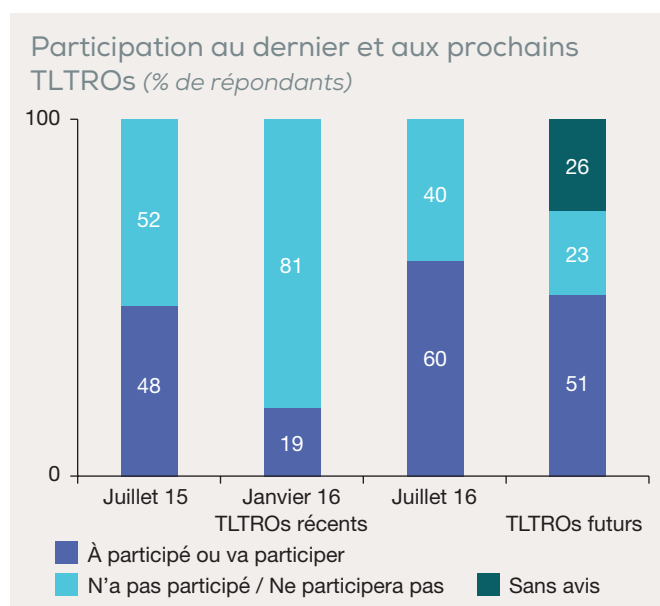
- Grâce à la liquidité de la BCE, les banques maintiennent un coût de refinancement très bas leur permettant, pour l’heure, de maintenir les marges de crédit (spreads).
- Le marché du crédit syndiqué, source de financement et de liquidité des grands groupes et des grosses ETI, a connu une baisse d’activité au premier semestre 2016.
- Depuis 2014, le marché est soutenu par des renégociations de crédits (« Amend & Extend »).
- La dynamique sera plus animée sur la deuxième partie de l’année (financements d’acquisition/bridges, renégociations résiduelles, poursuite de la rationalisation des structures de financement des ETI).
- Combien de temps l’hyper compétitivité de la dette bancaire va-t-elle encore durer ? Les résultats des récents « stress tests » font ressortir d’indispensables renforcements de fonds propres.



Source : Thomson Reuters



Source : Thomson Reuters

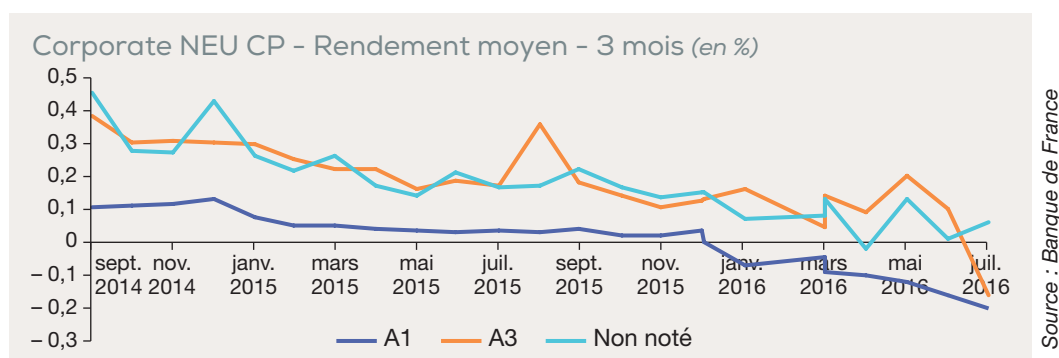
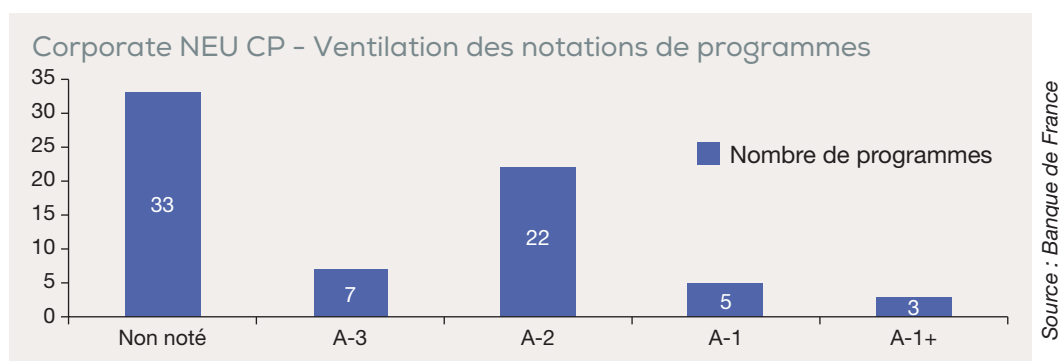
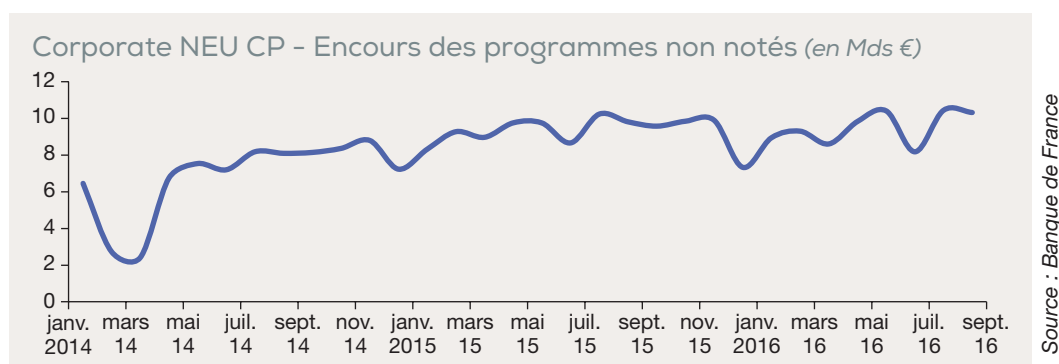


Sources : BCE, Natixis

Optimisation dette court terme - Les ETI non notées ont trouvé leur place sur le marché des NEU CP

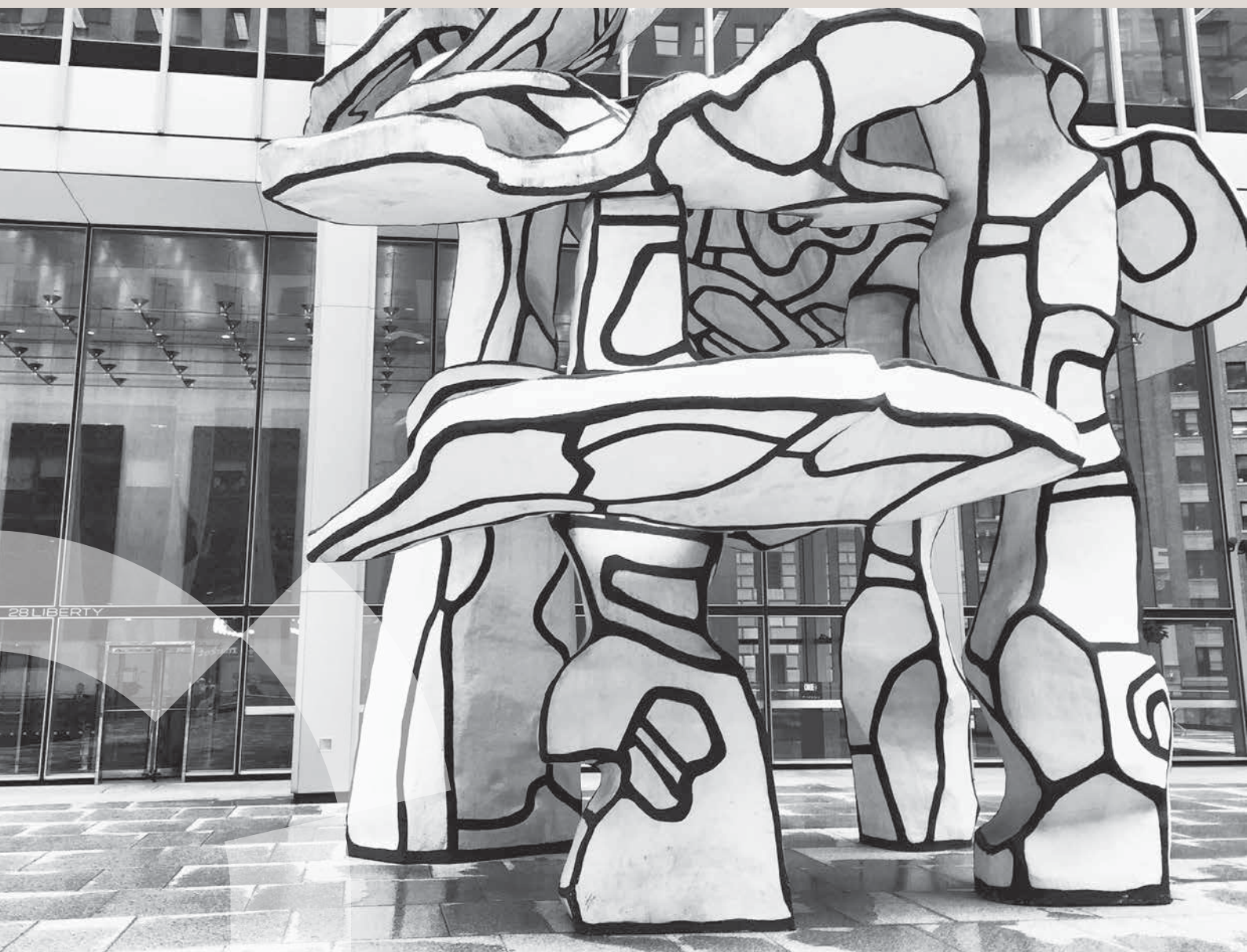
Titres négociables court terme (NEU CP)

- Onze nouveaux émetteurs Corporates en 2016 dont quatre ETI, une vingtaine depuis deux ans.
- Réforme Banque de France (NEU CP) vise à élargir la base d'émetteurs.
- Un potentiel important si les gros OPCVM se mettent à y investir.
- À l'heure où les indices de référence des contrats de crédit bancaire (Euribor, Libor) sont la plupart « floorés » à zéro, les NEU CP permettent des économies significatives de frais financiers, entre 20 à 80 bps selon le taux d'utilisation des lignes bancaires et la notation implicite de l'émetteur.
- Combiné à d'autres sources de financement, €PP par exemple, il permet une optimisation de la structure de financement (maturité, profil d'échéances, etc.) et du coût moyen de la dette.





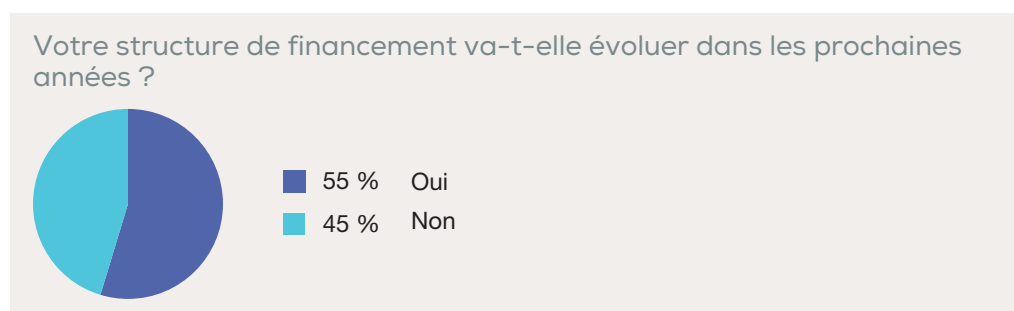
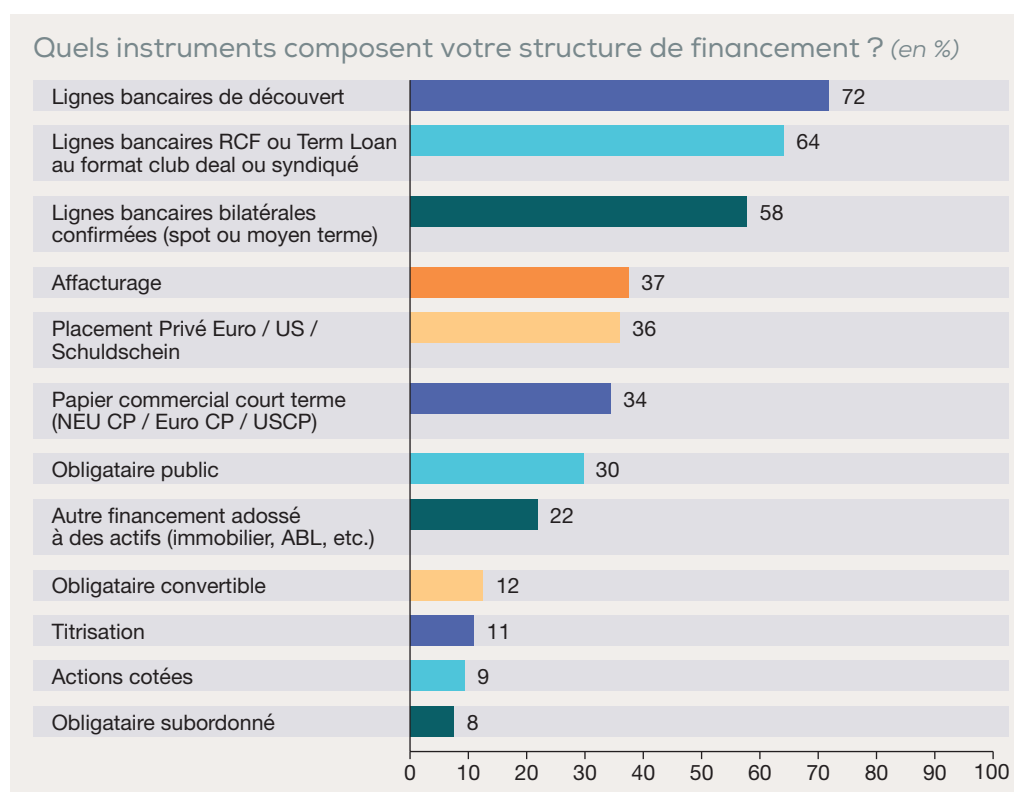
Enquête – Relations entreprises – prêteurs



Plus d'une direction financière sur deux envisage de faire évoluer la structure de financement de leur groupe dans les prochaines années

Instruments de financement utilisés par les 64 sociétés interrogées par Redbridge

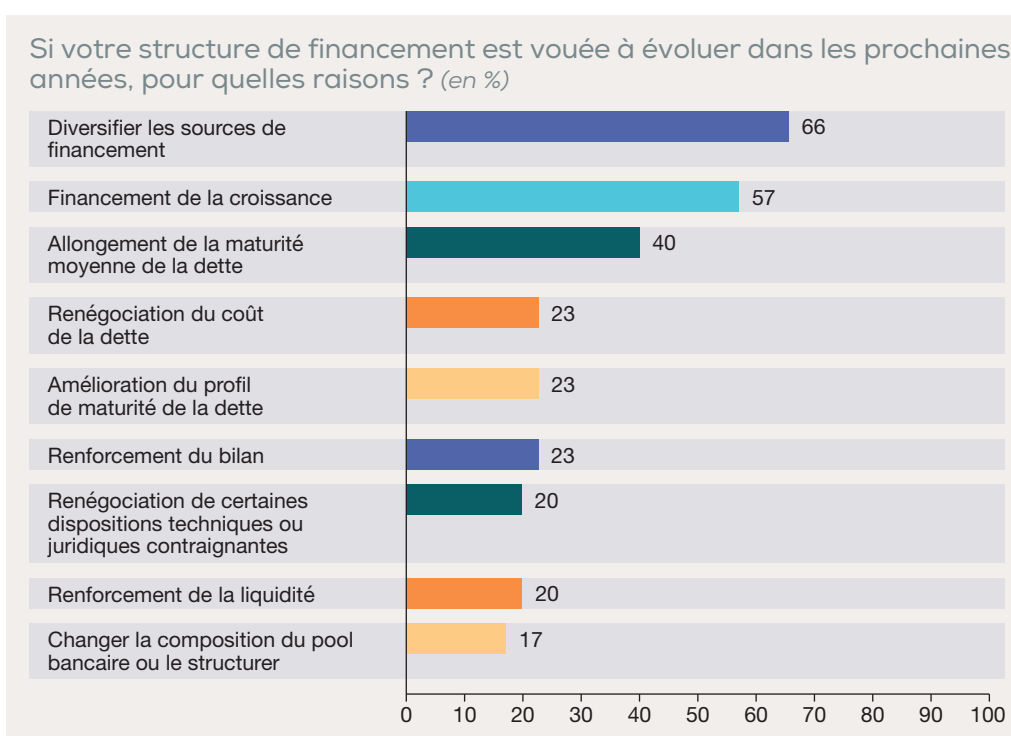
- Durant l'été 2016, Redbridge a interrogé 64 directions financières de groupes français sur l'évolution de leur structure de financement et leurs relations avec les prêteurs bancaires et non bancaires.
- Le panel se compose pour l'essentiel d'ETI, aux cotés de 4 groupes du CAC 40 et 14 groupes du SBF 120 hors CAC 40.
- Les trois quarts des sociétés interrogées ont une structure d'endettement mêlant financements bancaires et désintermédiés.
- Un quart du panel se finance exclusivement auprès des banques.



Le financement de la croissance s'accompagne le plus souvent d'une diversification des sources de financement

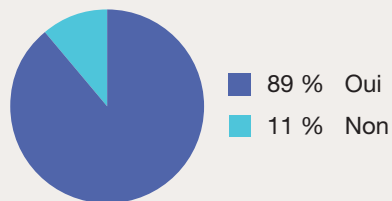
Motifs d'évolution de la structure de financement

- La volonté de diversifier ses sources de financement constitue le principal motif d'évolution de la structure d'endettement, devant le financement de la croissance.
- La corrélation entre ces deux réponses suggère que les entreprises entendent bien financer la croissance future en diversifiant plus largement leur structure d'endettement.
- Au-delà, les réponses tendent à confirmer que les renégociations des termes et du coût de la dette, ainsi que le renforcement du bilan, ne sont plus l'enjeu principal pour les entreprises françaises.

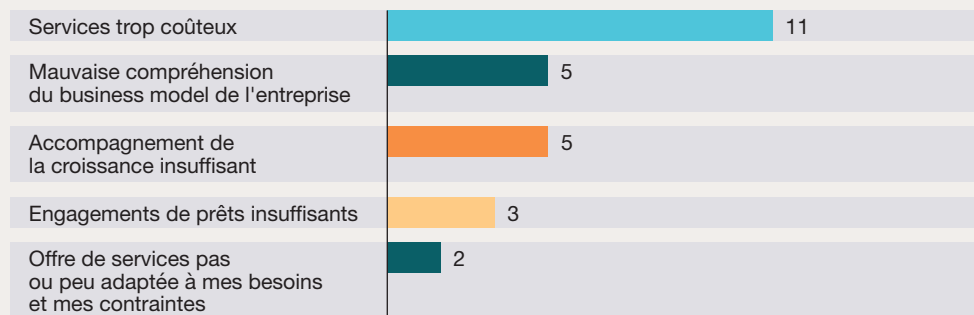


La relation avec les prêteurs bancaires et non bancaires est jugée très satisfaisante par les entreprises

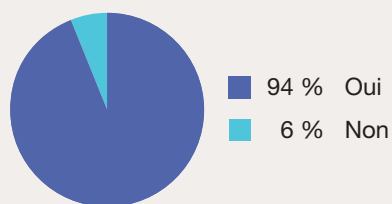
Êtes-vous globalement satisfaits de votre relation avec vos prêteurs bancaires ?



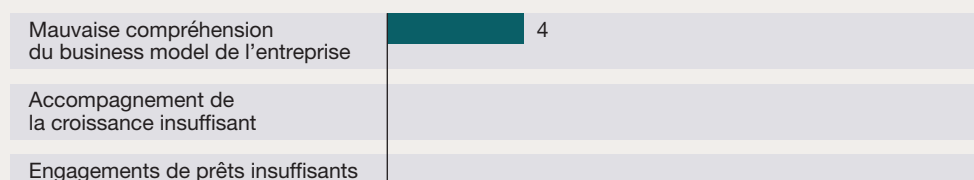
Quelles sont vos éventuelles critiques envers vos prêteurs bancaires ? (en %)



Êtes-vous globalement satisfaits de votre relation avec vos prêteurs non bancaires ?

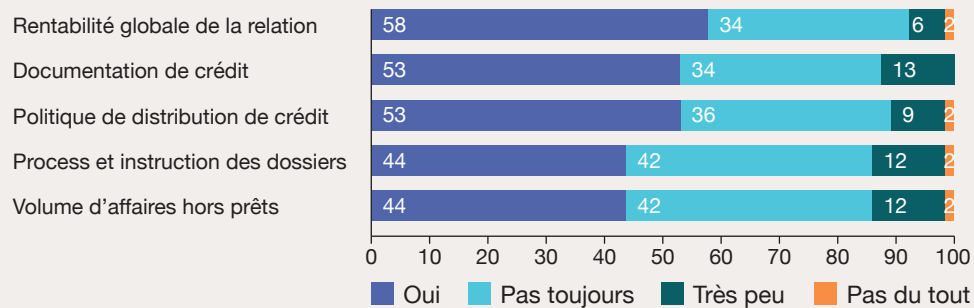


Quelles sont vos éventuelles critiques envers vos prêteurs non bancaires ? (en %)

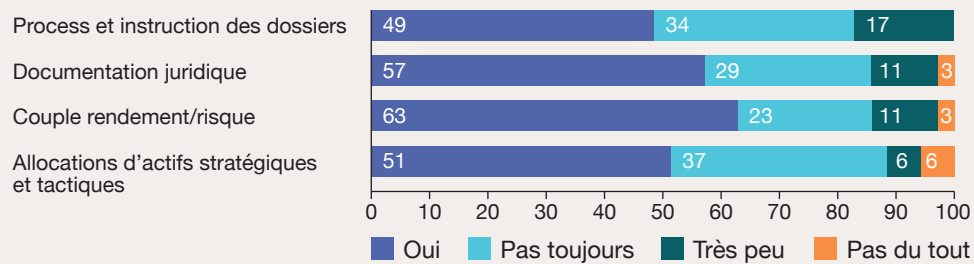


Les directions financières peinent à comprendre les enjeux de *side business* au fondement de la relation avec les partenaires bancaires

Avez-vous le sentiment de bien comprendre les attentes de vos prêteurs bancaires en termes de... (en %)



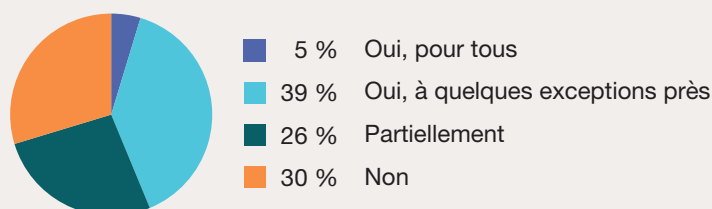
Avez-vous le sentiment de bien comprendre les attentes de vos prêteurs non bancaires en termes de... (en %)



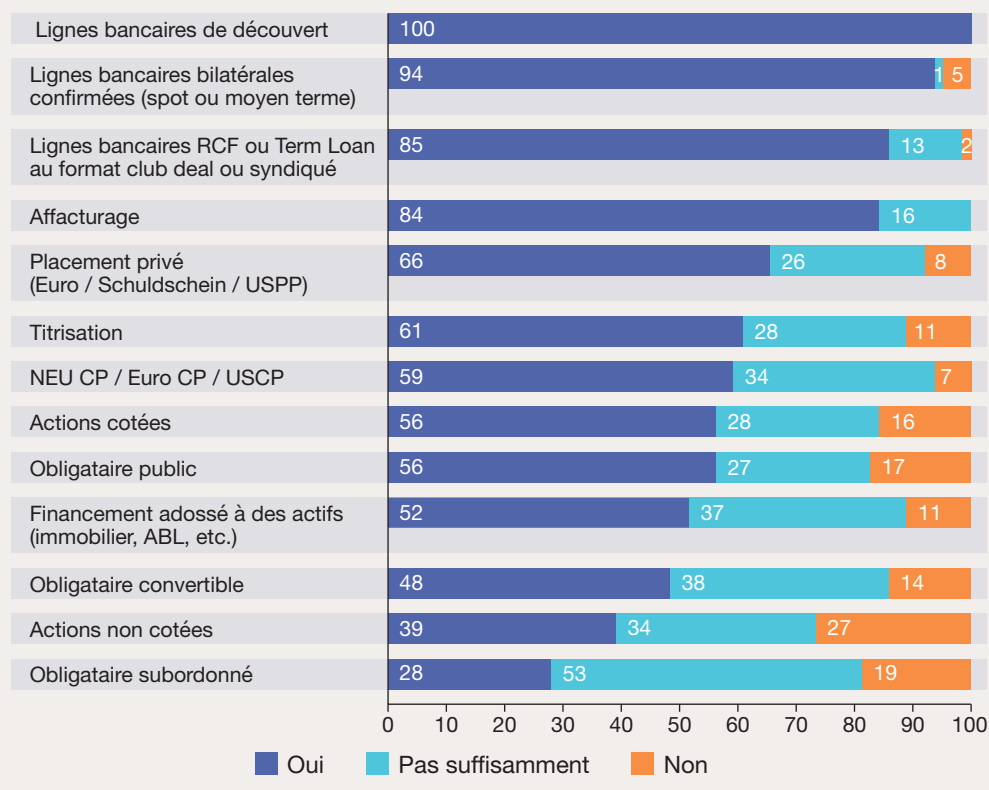
Un effort pédagogique s'impose sur les instruments de dette désintermédiée

- Plus de la moitié des directions financières reconnaissent ne pas connaître l'appréciation de leur risque de crédit par leurs principaux prêteurs (56 %), se privant ainsi d'engager toute négociation sur les financements sur des bases objectives.
- *A minima*, plus d'un tiers des répondants reconnaît avoir une compréhension limitée sur les instruments de dette désintermédiée.
- La confiance en la bonne compréhension des financements bancaires est remise en cause par le fait que les répondants méconnaissent le rating interne attribué par leurs principaux prêteurs.

Connaissez-vous l'appréciation de votre risque de crédit (rating interne) par vos principaux prêteurs ?



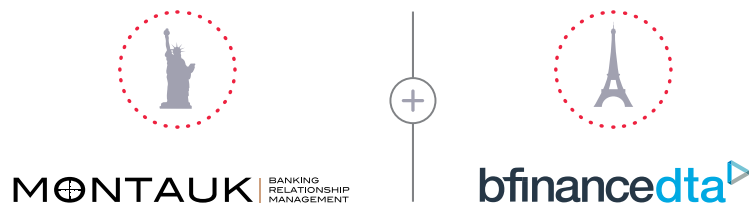
Avez-vous une bonne compréhension des instruments financiers suivants ? (en %)



Partenaire de confiance

Redbridge Debt & Treasury Advisory est la nouvelle structure de référence des métiers du Conseil en Financement-Trésorerie, opérant au niveau mondial.

Sa création scelle l'union des équipes conseil en financement-trésorerie de bfinance DTA, installées à Paris depuis 1999, à celles du spécialiste de la gestion de la relation bancaire aux États-Unis, The Montauk Group, acquis en 2015.



Dotée d'une capacité accrue en matière d'innovation et d'accompagnement à l'international, notre nouvelle organisation à l'ambition de servir toujours mieux ses clients et contribuer à leur développement en portant l'ensemble de leurs projets Financement-Trésorerie.



Optimiser la performance de la direction financière

Les solutions développées par nos experts innovent en permanence pour résoudre des problématiques toujours plus complexes

Conseil en Financement

- Détermination de la stratégie financière
- Calibrage de la liquidité
- Identification de sources de financements alternatives (obligataire, placements privés, etc.)
- Optimisation du profil de crédit auprès des banques et des investisseurs/Conseil en notation
- Optimisation des termes et conditions de tout type de dette (bancaire et non bancaire)
- Financement d'acquisition
- Refinancement et renégociation des documentations de prêts
- Financements collatéralisés (titrisation, factoring, etc.)
- Financements structurés (financement de projet, immobilier, financement à effet de levier, etc.)
- Gestion des relations avec les créanciers
- Analyse & Optimisation de la relation bancaire (RAROC)

Conseil en Trésorerie

- Étude, structuration & mise en place de solutions de centralisation des liquidités à l'échelle domestique et internationale
- Monétique (toutes cartes) : audit et benchmarking, plate-forme centralisée, négociation avec les acquéreurs...
- Monitoring & Optimisation des frais bancaires
- Optimisation des flux et moyens de paiement domestiques et multi-pays
- Définition des stratégies et des « Target Operating Models » des trésoreries
- Sélection et implémentation de systèmes de gestion de trésorerie
- Assistance lors de réorganisations (carve out, post-fusion/acquisition, etc.)
- Gestion des risques financiers
- Revue du contrôle interne des activités de la Trésorerie

« L'accompagnement de Redbridge a été primordial dans l'élaboration d'un financement totalement sur mesure répondant aux objectifs du Groupe »

Damien Billard, Directeur général Délégué aux finances,
Le Noble Age Groupe



Description de la mission

- Debt Structure Advisory
- Crédit syndiqué
- NEU CP
- Euro PP

Objectifs

- Renforcer la liquidité et la structure financière du groupe dans le cadre de la mise en œuvre du plan stratégique Grandir Ensemble
- Mettre en place une structure de dette diversifiée à coûts et cadres contractuels optimisés

Résultats obtenus

- Mise en place d'un crédit syndiqué renouvelable (RCF) de EUR150m à échéance 5 ans assorti d'une option d'extension d'un an. Ce premier syndiqué pour le Groupe a été conclu avec les principales banques partenaires historiques avec lesquelles le Groupe disposait jusqu'ici de lignes bilatérales Corporates courtes
- Mise en place d'un programme de NEU CP (ex-BT) d'un montant plafond de EUR120m destiné à (re)financer des besoins courts immobiliers. L'émission inaugurale a eu lieu le 30 juin, suivie d'une montée en charge du programme sur les semaines suivantes avec le support des 5 Agents Placeurs retenus
- Émission d'une dette obligataire de EUR31,2m sous format EuroPP non coté à échéance 7 ans

Rôle de Redbridge

Accompagnement du Groupe dans ses réflexions sur la structure optimale de dette à mettre en place dans le cadre du BP

Positionnement du profil de crédit

Conseils et recommandations sur les process de mise en place des financements

Gestion de la consultation des banques et accompagnement dans les négociations des termes et conditions des financements

Valeur ajoutée de Redbridge

- Réflexion amont : analyse en profondeur sur le BP, le profil de crédit et une structure optimale et diversifiée de dette
- Process : exécution quasi simultanée des trois opérations dans le respect d'un calendrier serré
- Termes & Conditions : négociations au plus près et exhaustives pour des résultats optimisés
- Négociation d'une documentation obligataire flexible par rapport au crédit syndiqué

« L'équipe de Redbridge nous a aidés à aller au fond des choses dans un cadre réglementaire flou. Elle nous a permis d'avancer sereinement tout en respectant les délais »

Olivier Delattre, Responsable Trésorerie Groupe



- Un grand groupe de restauration, distribuant au travers d'un réseau de plus de 500 restaurants en France mais également sur internet
- Des conditions Cash Management France suivies, maîtrisées et renégociées il y a quelques années directement par le groupe

Périmètre de la mission

- 1 pays : France
- 500 restaurants
- 11 enseignes
- + 400 comptes bancaires

Objectifs

- Obtenir de meilleures conditions bancaires, notamment en monétique suite aux changements des règles d'interchange
- Lisser les conditions entre banques et enseignes afin de pouvoir éventuellement réallouer des flux sans incidences sur le montant des frais bancaires
- Optimiser et harmoniser les services, procédures, méthodes de facturation et reporting fournis par les différentes banques

Process

- 6 offres bancaires analysées
- 2 tours de consultation + des soutenances orales avec 6 banques
- 4 mois de mission

Valeur ajoutée de Redbridge

- Des ressources, une intendance et un process rôlé permettant d'obtenir des résultats très rapidement
- Une bonne connaissance des capacités des banques
- Une aide à la décision

Résultats obtenus

- D'excellentes conditions bancaires, facilement contrôlables, pour les encaissements monétiques, les chèques et espèces, mais également les autres flux
- Une meilleure anticipation des impacts de la nouvelle réglementation
- Davantage de souplesse de la part des banques pour les mises à jour et traitements des incidents

