Vernimmen 2016

Thèmes traités

1. Lafarge ou la fin de 182 ans d'indépendance
2. Les hybrides
3. Dividendes et rachats d'actions en 2015
4. Le Vernimmen 2016
5. L'affacturage
6. Acheter ou louer son immobilier

1. Lafarge ou la fin de 182 ans d'indépendance

Lafarge

- 1833 : naissance en Ardèche
- 1864 : le contrat du siècle : le canal de Suez
- 1887 : création du 1er laboratoire mondial de RD ciment
- 1947 : leader en France
- 1956 : implantation en Amérique du nord
- 1959 : implantation au Brésil
- 1980 : leader en Amérique du nord
- 1994 : implantation en Chine
- 1997 : acquisition de Redland
- 2001 : leader mondial avec l'acquisition de Blue Circle
- 2008 : acquisition d'Orascom
- 2015 : « fusion d'égaux » avec Holcim

PIERRE VERNIMMEN
FINANCE
D'ENTREPRISE
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
2016
DALLOZ

Lafarge

LAFARGE
Holcim

Lafarge

56 - 44

Lafarge

56 % - 44 %

Holcim - Lafarge

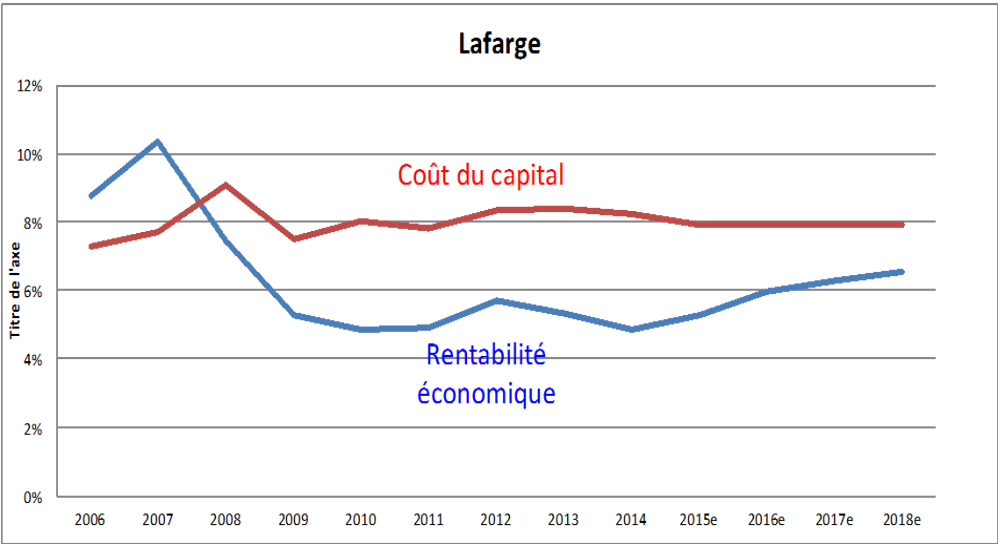
Lafarge

Pourquoi ?

- Valeur de l'actif économique de Holcim : 120 % du montant comptable.
- Valeur de l'actif économique de Lafarge : 90 % du montant comptable.

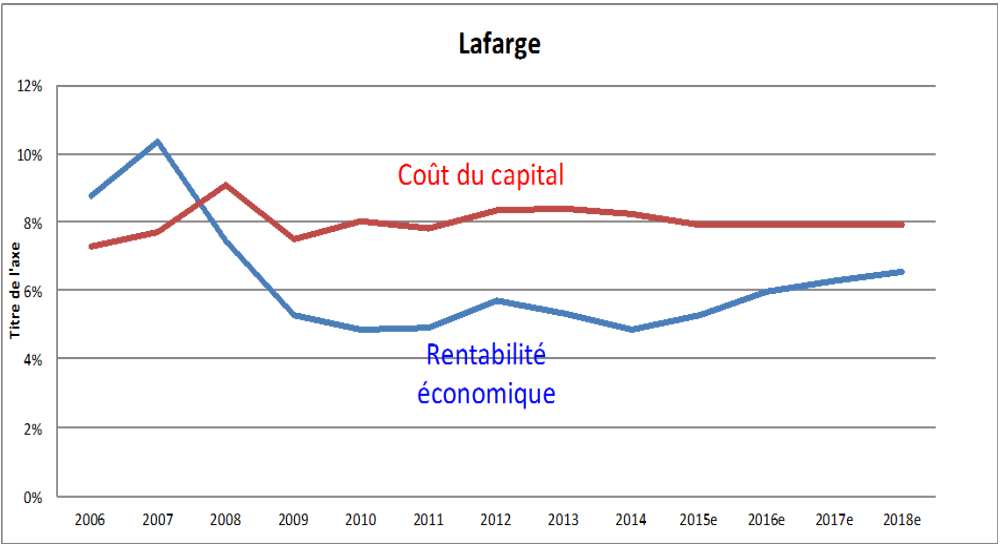
Lafarge

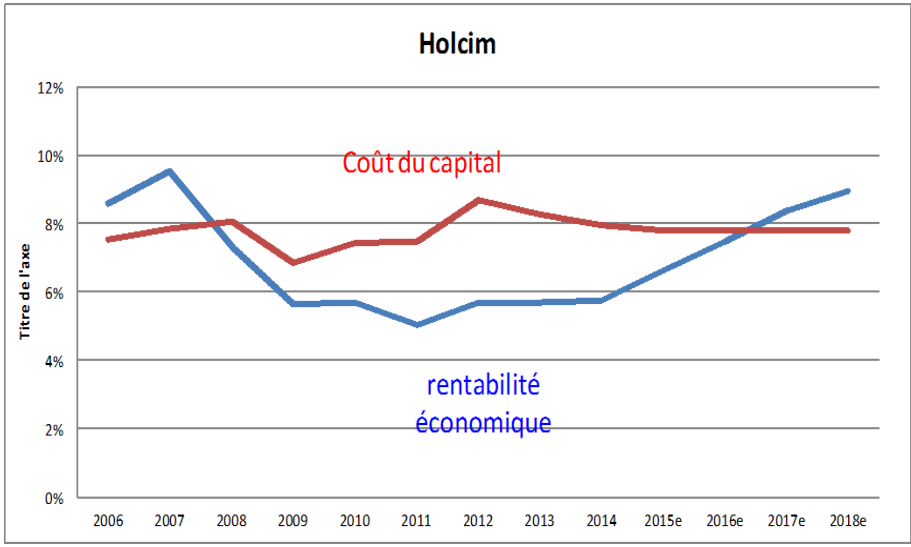
Pourquoi ?



Lafarge

Pourquoi ?





Lafarge

Pourquoi ?

Depuis 2008, les rentabilités économiques des deux groupes (environ 5 à 6 %) sont inférieures à leur coût du capital (environ 8 %) et bien éloignées de celles prévalant en 2006-2007 (autour de 10 %). Certes, le choc de 2008-2009 a été très violent dans ce secteur à coûts fixes élevés, mais la patience des investisseurs a des limites.

Lafarge

Pourquoi ?

- Six ans après, en 2014, la fusion des deux groupes apparaît comme la solution pour arrêter des destructions de valeur et permettre à une entité plus grande d'être plus efficace et de mieux gérer les fonds confiés par les investisseurs.
- Et si Holcim prend le dessus, c'est qu'à l'aune de la rentabilité économique, ses performances sont devenues meilleures récemment que celles de Lafarge : en 2016, Holcim devrait gagner son coût du capital alors que Lafarge devra attendre au moins 2019.

2. Les hybrides

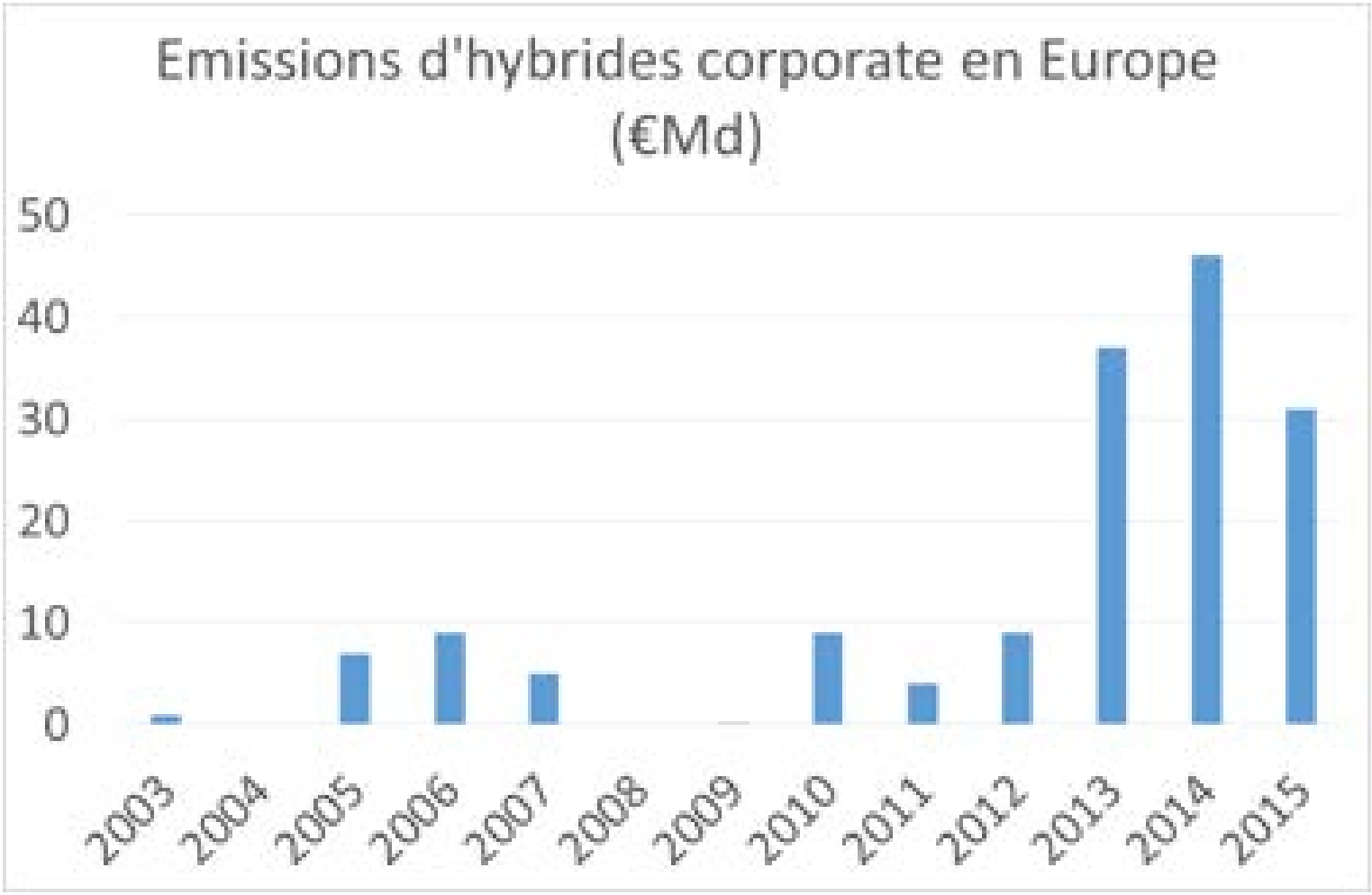
Les hybrides

- Le terme titre hybride recouvre dans son acception large tous les titres ne correspondant pas parfaitement à une dette ou à des capitaux propres (définition retenue généralement par les académiques – yc le Vernimmen)
  - Obligation convertible
  - Actions de préférences
  - Titres super subordonnés

- Pour les praticiens le terme est sensiblement plus restrictif et ne désigne que des obligations subordonnées d'une durée très longue

PIERRE VERNIMMEN
FINANCE D'ENTREPRISE
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
2016
DALLOZ

Les hybrides



Les hybrides

- Les « hybrides » **existent depuis très longtemps** sous diverses formes (TSDI, certificats d'investissement, ...)

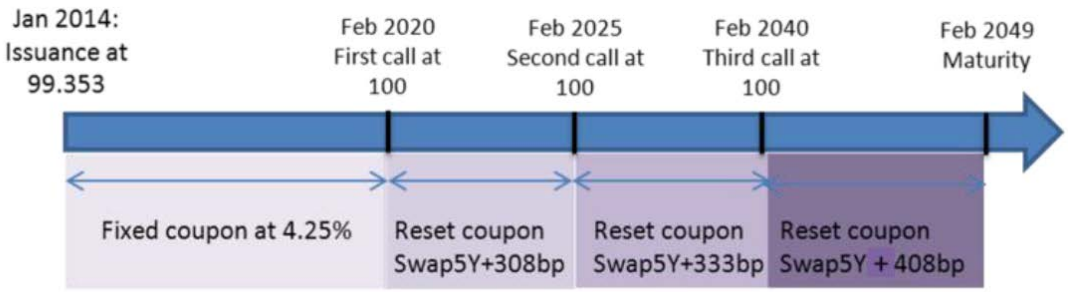
- C'est un **produit classique de financement des banques** et des assurances qui sont plus habitués à « structurer » leur passif pour répondre à des contraintes réglementaires de solvabilité

- La **structuration** du marché pour les entreprises industrielles (« corporates ») est **récente** guidée par des considérations comptables mais surtout de **rating**

- Avec la **hausse des volumes**, la **standardisation** du produit en fait une poche de marché distincte dont les investisseurs sont familiers

Les hybrides

- Structure type (Orange)



- « Equity content » de 50% pour les agences (perdu au premier call)
- Langage de remplacement
- Step up
- Report des coupons (si pas de dividendes)

Les hybrides

- Motivations pour l'émetteur
  - Diversifier ses sources de financement
  - Financement d'une acquisition (bonne perception par les agences de rating)
  - Renforcement de la structure financière / Défendre son rating

- Exemple : EDF

Le Groupe, qui utilise cet instrument financier pour la première fois, le considère comme un outil d'optimisation de son bilan compte tenu de la durée de vie de ses actifs et du cycle d'investissement de long terme de ses projets industriels

Dans ce contexte, les émissions hybrides vont permettre au Groupe EDF de renforcer la structure de son capital tout au long de son cycle d'investissement tout en offrant flexibilité et attractivité en termes de coûts. Ces émissions de dette hybride permettront également au Groupe de diversifier davantage ses sources de financement sur les marchés de capitaux.

Les hybrides

- Motivations pour l'investisseur
  - Rendement relativement élevé (dans un contexte de *quantitative easing*)
    - Ex: EDF 2,625% vs 0,99% à 10 ans (espérés/garantis)
  - Diversification par rapport au compartiment high yield (plus belles signatures)
  - Nouvelle classe d'actifs

Les hybrides

- Un marché récurrent
  - Une émission d'hybrides doit théoriquement être remplacée par une nouvelle émission lors de exercice du call
  - Un exercice du call pas si optionnel que cela
    - Step up
    - Equity content
    - Risque de réputation
  - Même si le coût d'une nouvelle émission est plus élevé, peu d'émetteurs prennent le risque de se couper du marché (Südzucker est un contre exemple)
  - Les dates de call annoncent donc de nouvelles émissions

Les hybrides

- Les craintes des émetteurs
  - Risque de changement de méthodologie des agences de rating
    - Ex (2013 et 2014):
      - suppression de l'equity content pour les sub-investment grade (Moody's) : la double peine
      - S&P imposant une date d'échange de l'ancienne émission par la nouvelle peu éloignée du premier call
  - Risque de changement comptable (IFRS)

Les hybrides

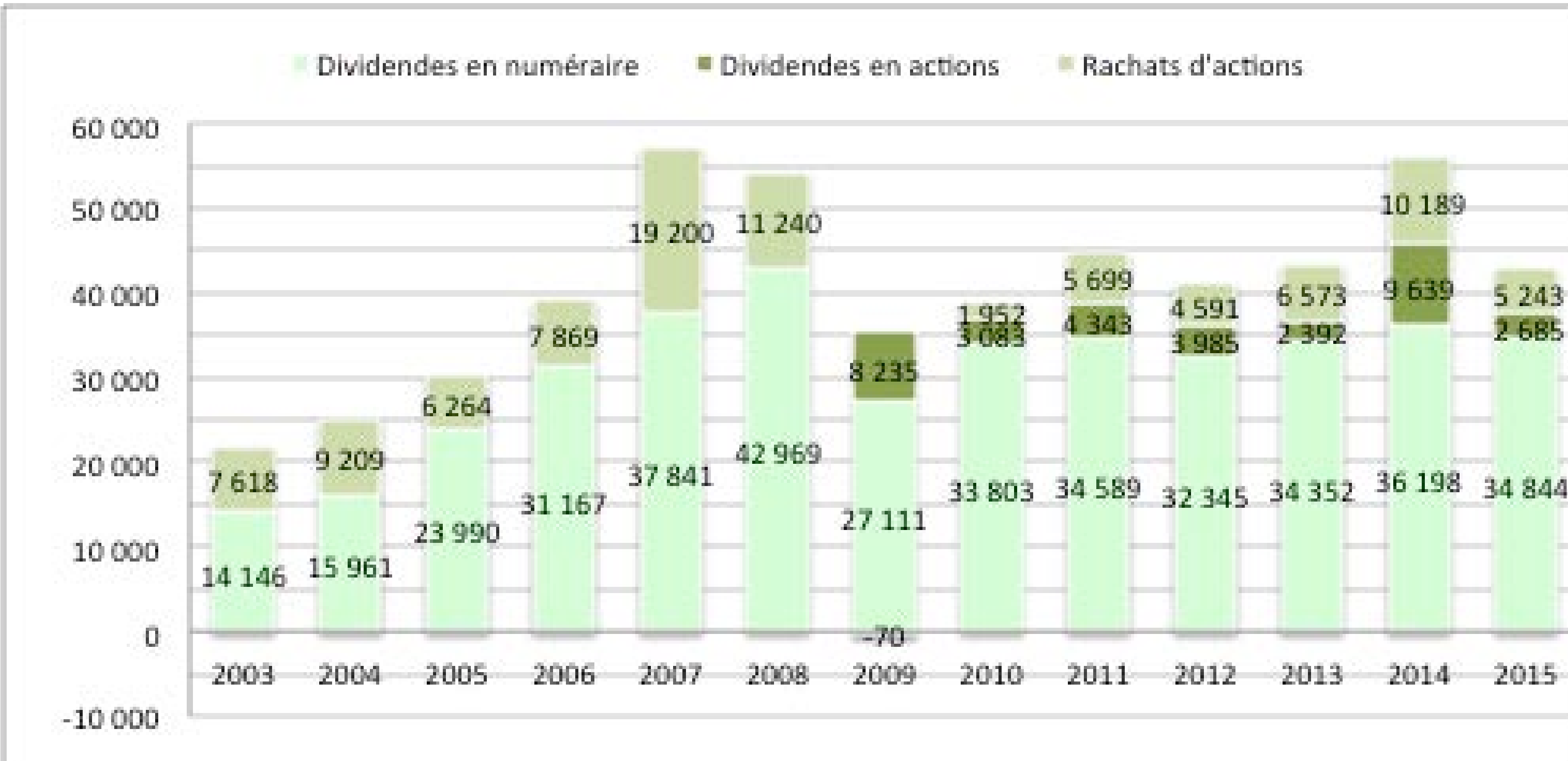
- Un marché différent pour les mid-caps
  - Un marché moins standardisé
  - Mix de convertibles et d'hybrides (Steria, Neopost, Assystem) : « ODIRNANES »[1]
    - Neopost : 3,375% sur 7 ans puis call ou Euribor + 8% - Conversion avec 42% de prime
  - Traitement IFRS en capitaux propres...
  - 100-300 M€

- Obligations convertibles avec un « gimmick » comptable

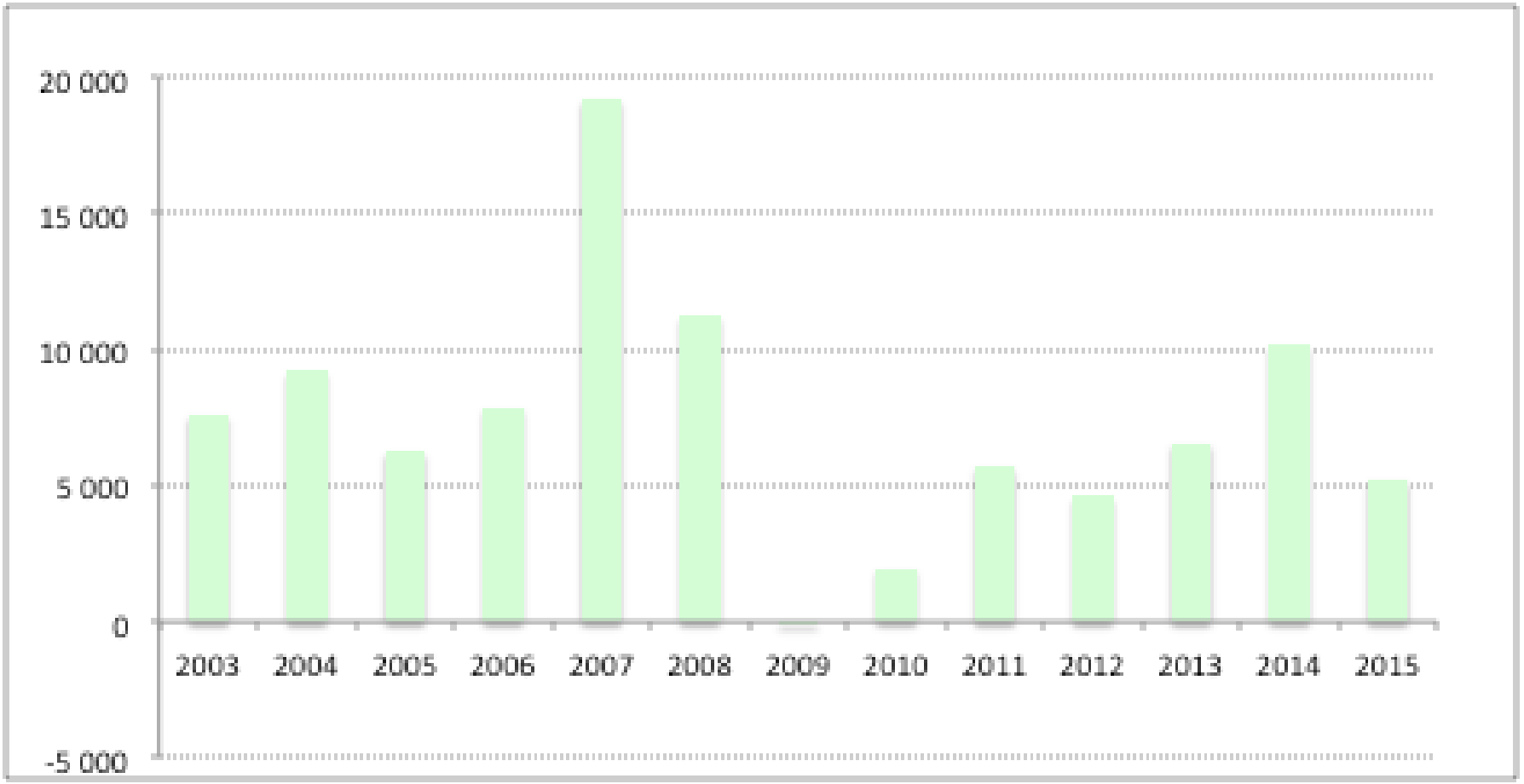
[1] *obligations à durée indéterminée à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes*

3. Dividendes et rachats d’actions en 2015 au sein du CAC 40

Dividendes et rachats d'actions en 2015



Rachats d'actions en 2015



Dividendes et rachats d'actions en 2015

	Groupe	Rachat net d'actions en 2015 (en M€)	Rachats nets en % de la capitalisation boursière moyenne 2015	Dividendes versés en cash en 2015 (en M€)	Dividendes versés en actions en 2015 (en M€)	Dividendes exceptionnels en 2015 (en M€)	Somme rachats nets et dividendes versés en 2015 (en M€)	En % de la capitalisation boursière moyenne 2015
1	Total	-	0,0%	4 955	782		5 737	6,2%
2	Sanofi	1781	1,5%	3 694	-		5 475	4,7%
3	Axa	465	0,8%	2 317	-		2 782	4,9%
4	Engie	-100	-0,2%	2 380	-		2 280	5,3%
5	Vinci	681	2,2%	1 260	-		1 941	6,3%
6	BNP Paribas	3	0,0%	1 867	-		1 870	2,9%
7	Vivendi	507	1,7%	1 363	-		1 870	6,3%
8	Schneider Electric	601	1,7%	1 109	-		1 710	4,7%
9	LVMH	-	0,0%	1 665	-		1 665	2,1%
10	Orange	-14	0,0%	1 588	-		1 574	3,9%
11	L'Oréal	(5)	0,0%	1 511	-		1 506	1,8%
12	Saint-Gobain	543	2,4%	445	240		1 228	5,4%
13	Air Liquide	178	0,5%	925	-		1 103	2,8%
14	Unibail-Rodamco	-	0,0%	945	-		945	4,0%
15	Airbus	0	0,0%	945	-		945	2,1%
16	Danone	22	0,1%	314	591		927	2,5%
17	Crédit Agricole	(13)	0,0%	147	759		893	2,6%
18	Michelin	333	2,1%	463	-		796	5,0%
19	Société Générale	(172)	-0,5%	944	-		772	2,3%
20	Publicis	465	3,1%	240	11		716	4,8%
21	Renault	103	0,4%	518	-		621	2,7%
22	Bouygues	2	0,0%	538	-		540	4,6%
23	Kering	8	0,0%	505	-		513	2,5%
24	Safran	-	0,0%	500	-		500	1,9%
25	Pernod-Ricard	54	0,2%	432	-		486	1,8%
26	LafargeHolcim	7	0,0%	400	-		407	1,2%
27	Klepierre	(0)	0,0%	393	-		393	3,0%
28	Veolia Environnement	-	0,0%	384	-		384	3,6%
29	Solvay	59	0,6%	287	-		346	3,8%
30	Legrand	39	0,3%	293	-		332	2,5%
31	Cap Gemini	107	0,8%	198	-		305	2,3%
32	ArcelorMittal	-	0,0%	293	-		293	2,3%
33	Technip	-5	-0,1%	89	137		221	3,7%
34	Essilor	-	0,0%	216	-		216	0,9%
35	Accor	-	0,0%	159	63		183	1,8%
36	Valeo	(9)	-0,1%	172	-		163	1,6%
37	Carrefour	(394)	-1,8%	390	102		98	0,4%
38	Peugeot	0	0,0%	0	-		0	0,0%
39	Alstom	-	0,0%	-	-		0	0,0%
40	Alcatel-Lucent	0	0,0%	0	-		0	0,0%
	Cumul	5 243	0,4%	34 844	2 685		42 733	3,4%

Dividendes et rachats d'actions en 2015

	Groupe	Rachat net d'actions en 2015 (en M€)	Rachats nets en % de la capitalisation boursière moyenne 2015	Dividendes versés en cash en 2015 (en M€)	Dividendes versés en actions en 2015 (en M€)	Somme rachats nets et dividendes versés en 2015 (en M€)
1	Total	0	0,0%	4955	782	5737
2	Sanofi	1781	1,5%	3 694	-	5 475
9	LVMH	0	0,0%	1665	0	1665
11	L'Oréal	(5)	0,0%	1 511	-	1 506
17	Crédit Agricole	-13	0,0%	147	759	893
18	Michelin	333	2,1%	463	-	796
20	Publicis	465	3,1%	240	11	716
37	Carrefour	(394)	-1,8%	390	102	98
38	Peugeot	0	0,0%	0	-	0
39	Alstom	-	0,0%	-	-	0
40	Alcatel-Lucent	0	0,0%	0	-	0
	Cumul	5 243	0,4%	34 844	2 685	42 733

Dividendes et rachats d'actions en 2015

	Groupe	Rachat net d'actions en 2015 (en M€)	Rachats nets en % de la capitalisation boursière moyenne 2015	Dividendes versés en cash en 2015 (en M€)	Dividendes versés en actions en 2015 (en M€)	Somme rachats nets et dividendes versés en 2015 (en M€)
1	Total	0	0,0%	4955	782	5737
2	Sanofi	1781	1,5%	3 694	-	5 475
9	LVMH	0	0,0%	1665	0	1665
11	L'Oréal	(5)	0,0%	1 511	-	1 506
17	Crédit Agricole	-13	0,0%	147	759	893
18	Michelin	333	2,1%	463	-	796
20	Publicis	465	3,1%	240	11	716
37	Carrefour	(394)	-1,8%	390	102	98
38	Peugeot	0	0,0%	0	-	0
39	Alstom	-	0,0%	-	-	0
40	Alcatel-Lucent	0	0,0%	0	-	0
	Cumul	5 243	0,4%	34 844	2 685	42 733

Dividendes et rachats d'actions en 2015

	Groupe	Rachat net d'actions en 2015 (en M€)	Rachats nets en % de la capitalisation boursière moyenne 2015	Dividendes versés en cash en 2015 (en M€)	Dividendes versés en actions en 2015 (en M€)	Somme rachats nets et dividendes versés en 2015 (en M€)
1	Total	0	0,0%	4955	782	5737
2	Sanofi	1781	1,5%	3 694	-	5 475
9	LVMH	0	0,0%	1665	0	1665
11	L'Oréal	(5)	0,0%	1 511	-	1 506
17	Crédit Agricole	-13	0,0%	147	759	893
18	Michelin	333	2,1%	463	-	796
20	Publicis	465	3,1%	240	11	716
37	Carrefour	(394)	-1,8%	390	102	98
38	Peugeot	0	0,0%	0	-	0
39	Alstom	-	0,0%	-	-	0
40	Alcatel-Lucent	0	0,0%	0	-	0
	Cumul	5 243	0,4%	34 844	2 685	42 733

Dividendes et rachats d'actions en 2015

	Groupe	Rachat net d'actions en 2015 (en M€)	Rachats nets en % de la capitalisation boursière moyenne 2015	Dividendes versés en cash en 2015 (en M€)	Dividendes versés en actions en 2015 (en M€)	Somme rachats nets et dividendes versés en 2015 (en M€)
1	Total	0	0,0%	4955	782	5737
2	Sanofi	1781	1,5%	3 694	-	5 475
9	LVMH	0	0,0%	1665	0	1665
➔ 11	L'Oréal	(5)	0,0%	1 511	-	1 506
17	Crédit Agricole	-13	0,0%	147	759	893
18	Michelin	333	2,1%	463	-	796
20	Publicis	465	3,1%	240	11	716
37	Carrefour	(394)	-1,8%	390	102	98
38	Peugeot	0	0,0%	0	-	0
39	Alstom	-	0,0%	-	-	0
40	Alcatel-Lucent	0	0,0%	0	-	0
	Cumul	5 243	0,4%	34 844	2 685	42 733

Dividendes et rachats d'actions en 2015

	Groupe	Rachat net d'actions en 2015 (en M€)	Rachats nets en % de la capitalisation boursière moyenne 2015	Dividendes versés en cash en 2015 (en M€)	Dividendes versés en actions en 2015 (en M€)	Somme rachats nets et dividendes versés en 2015 (en M€)
1	Total	0	0,0%	4955	782	5737
2	Sanofi	1781	1,5%	3 694	-	5 475
9	LVMH	0	0,0%	1665	0	1665
11	L'Oréal	(5)	0,0%	1 511	-	1 506
➔ 17	Crédit Agricole	-13	0,0%	147	759	893
18	Michelin	333	2,1%	463	-	796
➔ 20	Publicis	465	3,1%	240	11	716
37	Carrefour	(394)	-1,8%	390	102	98
38	Peugeot	0	0,0%	0	-	0
39	Alstom	-	0,0%	-	-	0
40	Alcatel-Lucent	0	0,0%	0	-	0
	Cumul	5 243	0,4%	34 844	2 685	42 733

Dividendes et rachats d'actions en 2015

	Groupe	Rachat net d'actions en 2015 (en M€)	Rachats nets en % de la capitalisation boursière moyenne 2015	Dividendes versés en cash en 2015 (en M€)	Dividendes versés en actions en 2015 (en M€)	Somme rachats nets et dividendes versés en 2015 (en M€)
1	Total	0	0,0%	4955	782	5737
2	Sanofi	1781	1,5%	3 694	-	5 475
9	LVMH	0	0,0%	1665	0	1665
11	L'Oréal	(5)	0,0%	1 511	-	1 506
17	Crédit Agricole	-13	0,0%	147	759	893
18	Michelin	333	2,1%	463	-	796
20	Publicis	465	3,1%	240	11	716
37	Carrefour	(394)	-1,8%	390	102	98
38	Peugeot	0	0,0%	0	-	0
39	Alstom	-	0,0%	-	-	0
40	Alcatel-Lucent	0	0,0%	0	-	0
	Cumul	5 243	0,4%	34 844	2 685	42 733

Dividendes et rachats d'actions en 2015

	Groupe	Rachat net d'actions en 2015 (en M€)	Rachats nets en % de la capitalisation boursière moyenne 2015	Dividendes versés en cash en 2015 (en M€)	Dividendes versés en actions en 2015 (en M€)	Somme rachats nets et dividendes versés en 2015 (en M€)
1	Total	0	0,0%	4955	782	5737
2	Sanofi	1781	1,5%	3 694	-	5 475
9	LVMH	0	0,0%	1665	0	1665
11	L'Oréal	(5)	0,0%	1 511	-	1 506
17	Crédit Agricole	-13	0,0%	147	759	893
18	Michelin	333	2,1%	463	-	796
20	Publicis	465	3,1%	240	11	716
37	Carrefour	(394)	-1,8%	390	102	98
38	Peugeot	0	0,0%	0	-	0
39	Alstom	-	0,0%	-	-	0
40	Alcatel-Lucent	0	0,0%	0	-	0
	Cumul	5 243	0,4%	34 844	2 685	42 733

Dividendes et rachats d'actions en 2015

	Groupe	Rachat net d'actions en 2015 (en M€)	Rachats nets en % de la capitalisation boursière moyenne 2015	Dividendes versés en cash en 2015 (en M€)	Dividendes versés en actions en 2015 (en M€)	Somme rachats nets et dividendes versés en 2015 (en M€)
1	Total	0	0,0%	4955	782	5737
2	Sanofi	1781	1,5%	3 694	-	5 475
9	LVMH	0	0,0%	1665	0	1665
11	L'Oréal	(5)	0,0%	1 511	-	1 506
17	Crédit Agricole	-13	0,0%	147	759	893
18	Michelin	333	2,1%	463	-	796
20	Publicis	465	3,1%	240	11	716
37	Carrefour	(394)	-1,8%	390	102	98
38	Peugeot	0	0,0%	0	-	0
39	Alstom	-	0,0%	-	-	0
40	Alcatel-Lucent	0	0,0%	0	-	0
	Cumul	5 243	0,4%	34 844	2 685	42 733

Pour plus de détails, voir la Lettre Vernimmen.net de janvier 2016

4. Le Vernimmen 2016

Le Vernimmen 2016

- 1200 pages à jour des dispositions fiscales, comptables, boursières, juridiques et de la recherche académique
- Plus de 100 tableaux ou graphiques de données financières
- Entrent dans le Vernimmen 2016 : BSPCE, colle, *crossover*, ILAT et ILC, *loan to value* et LTV, *EBITDAR,* taux d'effort, REIT et SIIC, Opco et Propco, SEPAmail, etc.
- Une version papier, une version pour iPad et une version en streaming (www.vernimmenenligne.net) avec les podcasts de nos MOOC ou cours à HEC.

Le Vernimmen 2016

- Chapitre sur la gestion du BFR depuis 2010
- Chapitre sur la structuration de la dette depuis 2012
- Chapitre sur le financement des start-ups depuis 2013

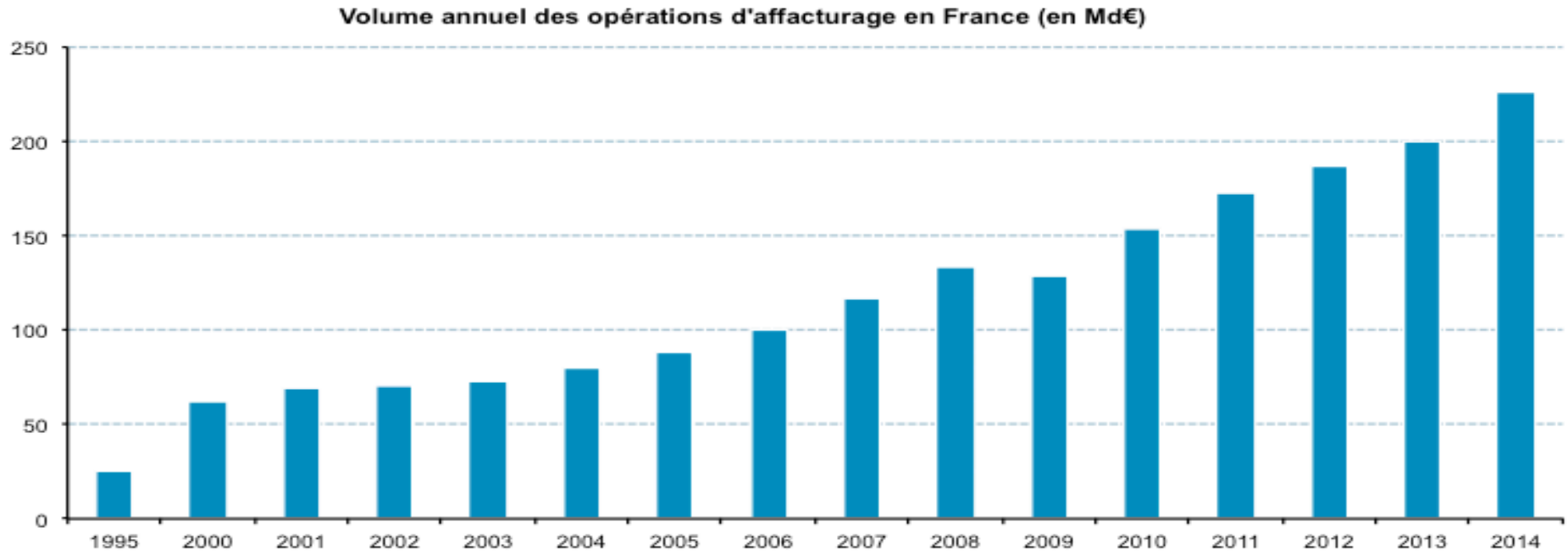
Le Vernimmen 2016

- Chapitre sur la gestion du BFR depuis 2010
- Chapitre sur la structuration de la dette depuis 2012
- Chapitre sur le financement des start-ups depuis 2013
- Chapitre sur la gestion financière de l'immobilier depuis 2015

5. L’affacturage

L’affacturage

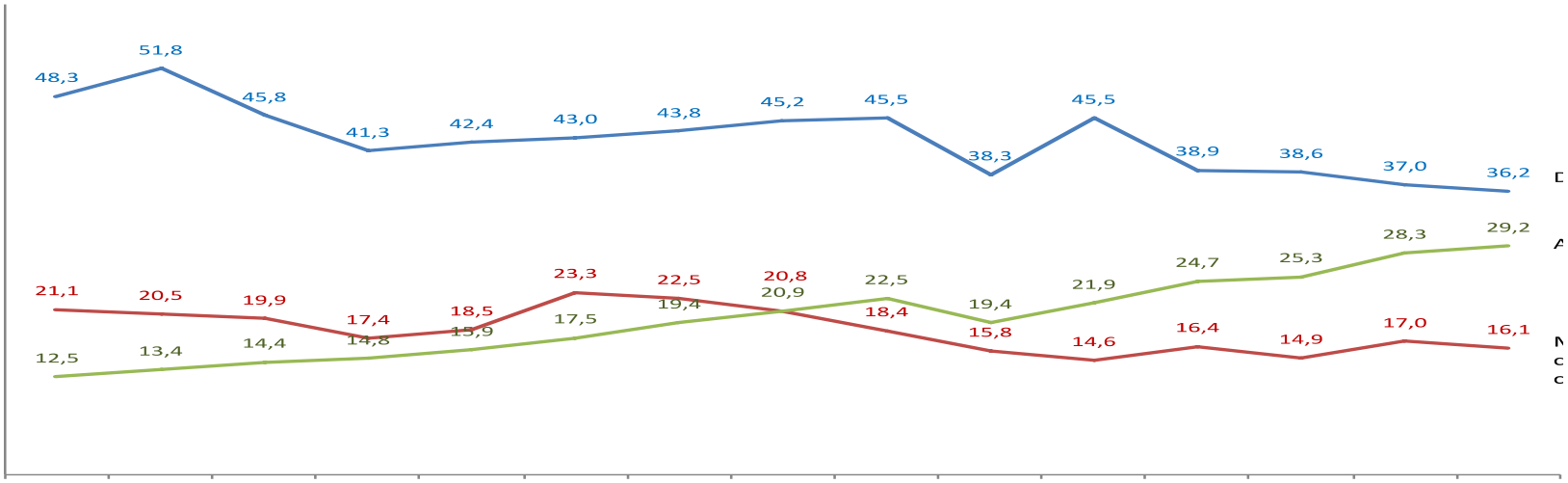
- Fin 2014, Total met en place un programme d’affacturage de 1 000 M€.
- Et l’affacturage poursuit sa croissance :



Source : Association française des sociétés financières.

L'affacturage

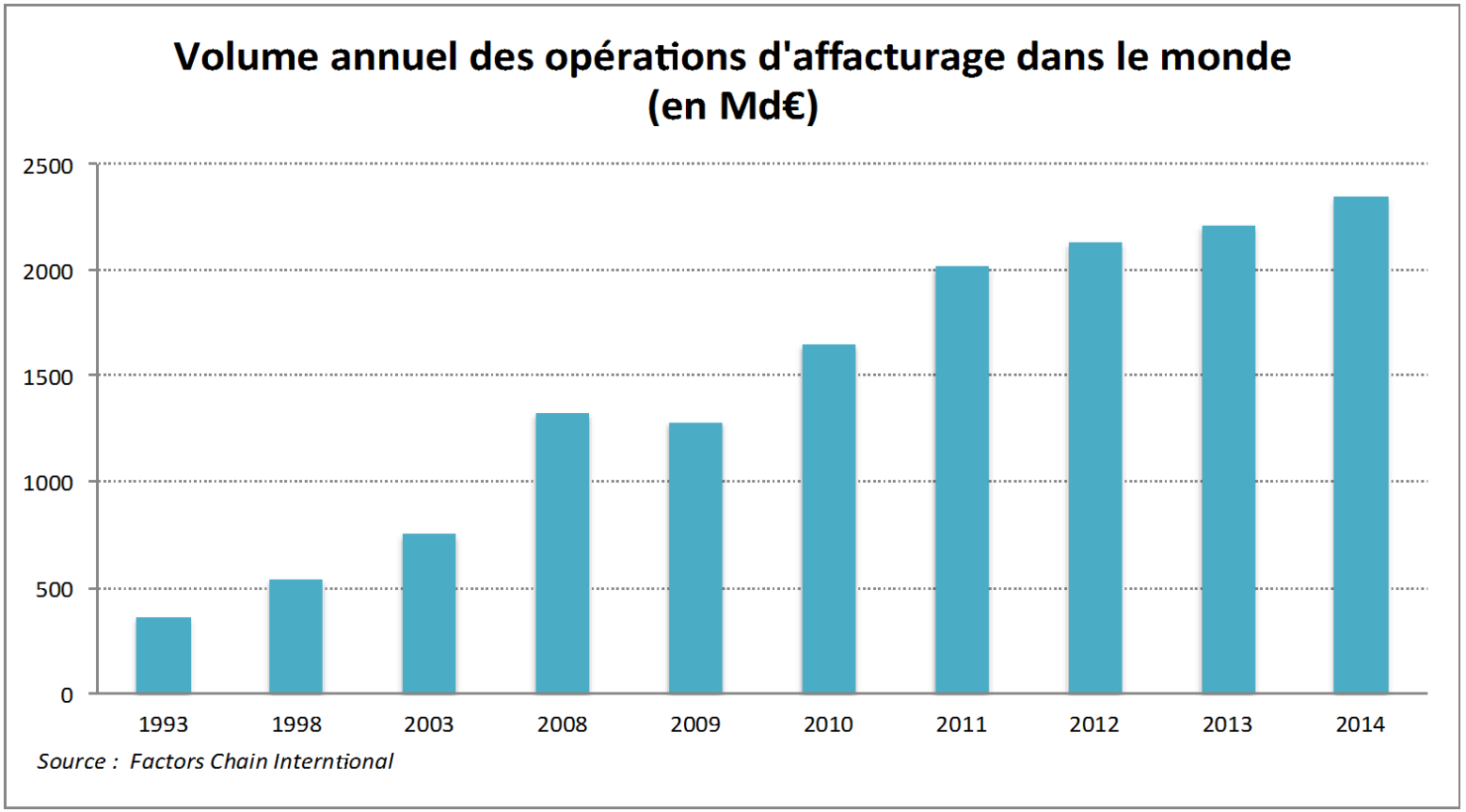
+ 11 % par an depuis 1995 et plus du tiers des ressources à court terme des entreprises :



de France/ACPR

L'affacturage

Et ce n'est pas propre à la France :



L'affacturage

+ 9,4 % /an depuis 1993

Marché mondial de l'affacturage

	2007	2014
Chine	2%	17%
Royaume-Uni	22%	15%
France	9%	10%
Italie	9%	8%
Allemagne	8%	8%
Espagne	6%	5%
Etats-Unis	7%	4%
Japon	6%	2%
Australie	3%	2%
Reste de l'Europe	17%	17%
Reste de l'Asie	4%	7%
Reste de l'Amérique	5%	5%
Afrique	1%	1%
Total en Md€	1 399	2 348

Source : Factors Chain International

L'affacturage

Les moteurs de la croissance

- La dernière technique déconsolidante ?
- Un meilleur risque pour les banques, donc une moindre consommation de capitaux propres réglementaires
- Un produit, 4 services
- Une productivité en hausse
- Des innovations produits (*reverse factoring*)
- Une mauvaise image de la titrisation (*subprime*)

L'affacturage

L'attaque des Fintech

- Finexcap, Advanon, etc.
- Visent les TPE, start-ups non couvertes par les affactureurs classiques
- Plus souples : facture par facture
- Une activité qui démarre et est microscopique pour l'instant

6. Acheter ou louer son immobilier?

Acheter ou louer son immobilier?

- Les modes de financement
  - capitaux propres (marge de manœuvre pour l'avenir)
  - en garantie d'emprunts classiques (hypothèque, negative pledge)
  - crédit-bail immobilier
  - location simple
    - bail 3-6-9 ou plus long
    - Indexation des loyer ILAT/ILC ou activité

- Sale and leaseback pour passer de la propriété à la location ou au crédit bail

Acheter ou louer son immobilier?

- Critères de choix
  - Maturité de l'entreprise
    - Jeune : géométrie variable, besoins d'investissement fort ➔ LOCATION
    - À maturité : géographie et effectifs stabilisés, forte génération de cash flow, sécurisation d'actifs clés ➔ Plutôt PLEINE PROPRIÉTÉ (poire pour la soif)
  - Actionnaires
    - Famille attachée à un bâtiment
    - Entrepreneur propriétaire de l'immobilier (via une SCI ou holding) louant à la société opérationnelle
    - Succession facilitée

Acheter ou louer son immobilier?

- Critères de choix
  - Les contraintes et opportunités opérationnelles
    - actifs opérationnels spécifiques de l'entreprise dont la localisation est clef (immeuble des Galeries Lafayette boulevard Haussmann) ➔ PROPRIETE
    - actifs banalisés pour lesquels le déménagement de l'entreprise n'entraînerait pas d'impact significatif (bureaux) ➔ ARBITRAGE FINANCIER
    - actifs d'exploitation non stratégiques ou dont le groupe n'est pas convaincu de la pérennité ➔ LOCATION

Acheter ou louer son immobilier?

- Critères de choix
  - Fiscalité
    - Plus-value en cas de lease-back? Immeuble récent ou ancien
    - Existence de pertes fiscales
    - Supplément de base fiscale à venir
    - Fenêtre (SIIC jusqu'en 2011, ...)
  - Contraintes financières
    - Entreprise en bas de cycle
    - Financement d'une opération de croissance externe
  - Critères financiers
    - Prix inférieur à la valeur financière ? Spéculer sur le marché immobilier
    - Arbitrage risque / rentabilité : être propriétaire = réduction du risque... à quel coût
    - Comparer les flux – mais quel impact sur le taux d'actualisation?
    - Comparaison du taux de capitalisation et du taux d'endettement

Acheter ou louer son immobilier?

- Création de valeur
  - Recherche en finance : création de valeur des *sale and lease back*
  - Valorisation par le multiple d'EBITDAR ou la méthode OpCo-PropCo
  - Prise en compte de plus en plus systématique par le marché de la part d'immobilier (pour les secteurs sensibles : santé, hôtellerie, distribution)

Acheter ou louer son immobilier?

- Organisation
  - Séparer la performance opérationnelle de la gestion de l'immobilier
    - Mise en évidence d'un loyer
    - Pression pour optimiser l'utilisation de l'espace
    - Gestion plus efficace de l'immobilier (synergies)
  - Séparation réelle ou virtuelle
    - Création d'une foncière permettant d'envisager une externalisation totale ou partielle
    - Mise en place d'un reporting séparé (en particulier si les coûts de transfert sont trop importants)

Ce document est disponible sous
www.vernimmen.net

Merci à DS Avocats et à Bernard Tézé
de leur accueil

Bonne soirée