



INDICE AETHER FS UNITRANCHE FRANCE

BILAN 2021

LE PREMIER INDICE DE RÉFÉRENCE
SUR LA DETTE PRIVÉE EN FRANCE

MARS 2022



ÆTHER
FINANCIAL SERVICES

EDITO

Le financement obligataire Unitranche est apparu au début des années 2010 et a ensuite connu une croissance constante. Croissance qui s'est accélérée en 2019, avec une année record en 2021 eu égard aux montants levés, mais aussi investis. Historiquement dédié aux small et mid caps, le financement Unitranche a peu à peu évolué pour pénétrer également le marché du large cap et s'imposer comme une alternative crédible et pérenne au financement bancaire.

En tant que leader indépendant de l'Agency en France sur la Dette Privée, nous avons une position d'observateur privilégié de cette classe d'actifs. Constatant avec surprise l'absence de données de marché sur la Dette Privée, nous avons décidé de lancer il y a 1 an le premier Indice sur cette classe d'actifs en se concentrant plus spécifiquement sur le financement Unitranche.

Après cette première année, l'objectif, que nous nous étions fixés, a été rempli: nous avons été en mesure de publier une valeur par trimestre, des acteurs du marché nous ont rejoint pour faire vivre ce projet et vous avez parlé de cet Indice, dans la presse ou dans vos présentations internes et externes ; vous vous êtes approprié l'Indice Aether FS Unitranche France.

Nous avons repris dans les pages suivantes les éléments clés de 2021 pour l'Unitranche en France et avons essayé de retranscrire ici le plus fidèlement possible les tendances de marché. Persuadés que ces informations vous aideront dans vos recherches ou analyses, nous vous remercions pour votre confiance et vous donnons rendez-vous en 2022.

Bonne lecture !



Edouard Narboux
Managing Director
Co-fondateur



SOMMAIRE



PERCEPTION DE L'INDICE



BILAN 2021



FLASH INFO IBOR



ANNEXES

TÉMOIGNAGES¹

« UN OUTIL COMPARATIF DE MARCHÉ RÉEL FONDÉ SUR DES INDICATEURS FIABLES, CAR BASÉ SUR DES DEALS AUXQUELS AETHER A PARTICIPÉ »

« Une initiative unique sur le marché, permettant une vision transversale du marché de l'Unitranche »

« L'Indice Aether FS Unitranche France est un indicateur du non coté qui nous permet de benchmarker notre portefeuille. Il est alors intéressant de voir la corrélation de l'indice avec nos dossiers (ou non) »

« UN DOCUMENT UNIQUE, SUCCINT ET PERTINENT, SERVANT L'EFFICACITÉ DE NOS NÉGOCIATIONS PAR UNE ANALYSE FINE ET TRANSVERSALE DU MARCHÉ DE L'UNITRANCHE »

« L'Indice Unitranche est pour la dette ce que l'indice Argos est aux valorisations de l'equity. Outil intéressant et utile »

« L'Indice Unitranche Aether FS est un document très utile, pour les éléments d'information sur les pricings et leviers, ainsi que sur les tendances de marché d'un point de vue juridique »

« CE DOCUMENT NOUS EST UTILE POUR PRÉPARER NOS PITCHS VIS-À-VIS DE NOS CLIENTS À LA FOIS CORPORATE OU FONDS DE PRIVATE EQUITY. CELA NOUS PERMET D'AVOIR UNE BONNE VISION DU MARCHÉ ET DONC D'ORIENTER NOS RECOMMANDATIONS. CET INDICATEUR EST TRÈS COMPLÉMENTAIRE À D'AUTRES QUE NOUS POUVONS UTILISER »

¹ Les témoignages sont recueillis par Aether Financial Services depuis sa sortie en mars 2021. Les témoins sont des investisseurs, des banquiers, des fonds de private equity, etc.

L'INDICE DANS LA PRESSE



Le coût de la dette unitranche augmente

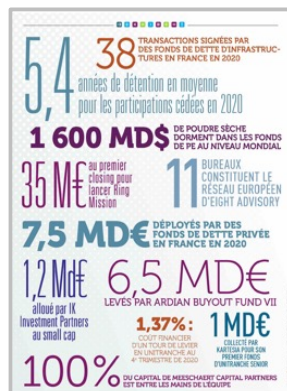
OPTION FINANCE - 02 AVRIL 2021

Opérant dans les services d'exécution des transactions financières, Aether Financial Services vient de publier le premier indice sur la dette privée en France, dédié à la dette unitranche. Généralement mise en place dans le cadre de LBO, cette dernière a vocation à se substituer à un montage incluant une dette senior et une dette mezzanine (ou junior). Selon l'indicateur, la marge d'intérêt moyenne des financements unitranche mis en place lors du quatrième trimestre 2020 a atteint 7,28 %, pour un levier moyen de 5,4 fois. Lors des trois premiers mois de l'année dernière, la marge s'établissait à 6,36 % pour un levier identique. Sur la période 2018-2020, la marge d'intérêt a excédé 8 % dans 13 % des dossiers.

DETTE UNITRANCHE - Des leviers en léger recul



Durant le premier trimestre, les financements unitranche (combinaison d'une dette senior et d'une dette junior ou mezzanine) mis en place en France ont été octroyés sur la base d'un levier moyen de 5,2 fois l'Ebitda de l'emprunteur, selon les données publiées par Aether Financial Services. Ce niveau s'inscrit en léger recul par rapport aux trois derniers mois de 2020 (5,4 fois). Dans ce contexte, le spread moyen a logiquement baissé, passant de 7,28 % à 6,64 % sur la période.



DETTE PRIVÉE. INDICE

LE COÛT D'UNE DETTE UNITRANCHE A REBONDI À LA FIN DE 2020

Edouard Narboux

« Nous tirons deux enseignements de notre premier indice de la dette unitranche, présente Edouard Narboux, président d'Aether Financial Services. Le premier est

structural : ce type de financement est de plus en plus utilisé en France, ce qui s'est traduit par une baisse du niveau de l'indice de près de 26 % entre son point haut du deuxième trimestre de 2018 et la fin de 2020. Nous y voyons le signe d'une certaine maturité du marché. L'autre élément est conjoncturel : alors que le coût de la dette unitranche est orienté à la baisse depuis de nombreux trimestres, un rebond s'est ma-

térialisé dans la seconde moitié de 2020 afin d'intégrer une prime Covid. Le coût financier d'un tour de levier en unitranche était ainsi de 1,37 % au quatrième trimestre de 2020 contre 1,13 % au deuxième. Il culminait à 1,85 % au deuxième trimestre de 2018. Par ailleurs, Aether est devenu membre de la Loan Market Association, qui représente le secteur de la dette privée en Europe.



LE COÛT DE LA DETTE UNITRANCHE RESTE STABLE EN 2021



Le Covid a renchéri la dette unitranche

Selon le premier baromètre d'Aether Financial Services, le coût marginal de cet outil de financement a augmenté de 15 % en 2020.

Par Olivier Pinault

Des financements moins nombreux et plus chers. La crise du Covid-19 n'a pas été sans effet sur le marché de la dette unitranche, un mode de financement rétroactivement utilisé dans les opérations de capital investissement. Selon France Invest, l'association des fonds d'investissement, le nombre d'opérations de dette unitranche a chuté de 10 % en 2020, pour un total de 48. Le montant annuel est tombé à 2 milliards d'euros contre 2,7 milliards en 2019.

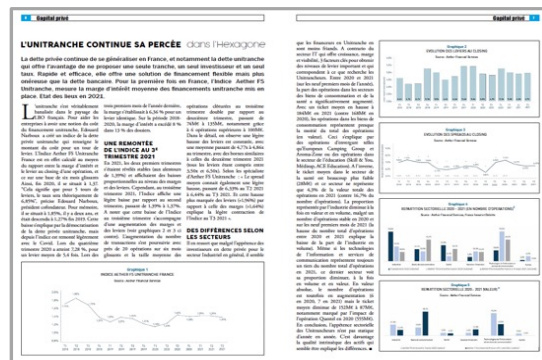
Entre le début et la fin 2020, le coût moyen d'un tour de levier (montant de la dette par rapport à l'endettement avant impôts, Ebitda) est passé de 1,09 % à 1,27 %, explique Edouard Narboux, managing director d'Aether. Chaque point de multiple d'Ebitda levé en dette coûte donc 15 % plus cher. Fin 2020, la marge d'intérêt de la dette unitranche s'élevait à 7,28 % contre 6,48 % fin 2019.

NETTE AUGMENTATION DES SPREADS AU SECOND SEMESTRE

Selon Edouard Narboux, cette progression s'explique « par une nette augmentation des spreads au second semestre. Il en est allé de même pour les entreprises ayant levé de la dette unitranche à cette période et qui n'ont pas distribué ». La plupart des opérations ont en effet été réalisées par des entreprises peu touchées par la crise voire venant de

secteurs qui en ont profité, comme la santé ou les technologies. Malgré cette progression, le coût de la dette unitranche reste inférieur à celui de début 2018, date à partir de laquelle Aether a débuté ses calculs. Il avait touché son pic de 1,85 % au deuxième trimestre 2018.

Ce baromètre, qui permet de mesurer le coût marginal moyen de chaque tour d'Ebitda en retenant le ratio entre la marge d'intérêt et le levier, « a notamment été alimenté par la transparence de ce marché et à sa fluidité », ajoute Edouard Narboux, sachant qu'Aether est agent dévoué pour un tour de levier de dette unitranche réalisée chaque année en France.



Indice de la dette privée unitranche

La dette unitranche est par contre plus chère que le financement bancaire. Mais ce peut être le prix à payer pour obtenir un deal : il s'agit de se poser la question.

Pour aider les entreprises à avoir une notion du coût du financement unitranche, Edouard Narboux a créé un indice de la dette privée unitranche qui renseigne le montant du coût pour un tour de levier. Fin 2020, il se situait à 1,37. « Cela signifie que pour 5 tours de leviers, le taux sera théoriquement de 6,85% », précise Edouard Narboux.

Lire aussi : Le guide pour investir en Private Equity

Cet indice sert également à mesurer l'évolution du marché : il se situait à 1,85%, il y a deux ans, est descendu à 1,27% fin 2019. Cela s'explique par la démocratisation de la dette privée unitranche, mais l'indice est remonté avec le Covid. « Le niveau de l'indice pour Q1 2021 sortira début mai mais en tout état de cause l'intérêt observé pour l'unitranche fin 2020 s'est confirmé début 2021 de par sa rapidité et son efficacité sur les sujets mid-market », constate Edouard Narboux.

SOMMAIRE



PERCEPTION DE L'INDICE



BILAN 2021



FLASH INFO IBOR



ANNEXES

I N D I C E

AETHER FS UNITRANCHE FRANCE

Source : Aether Financial Services

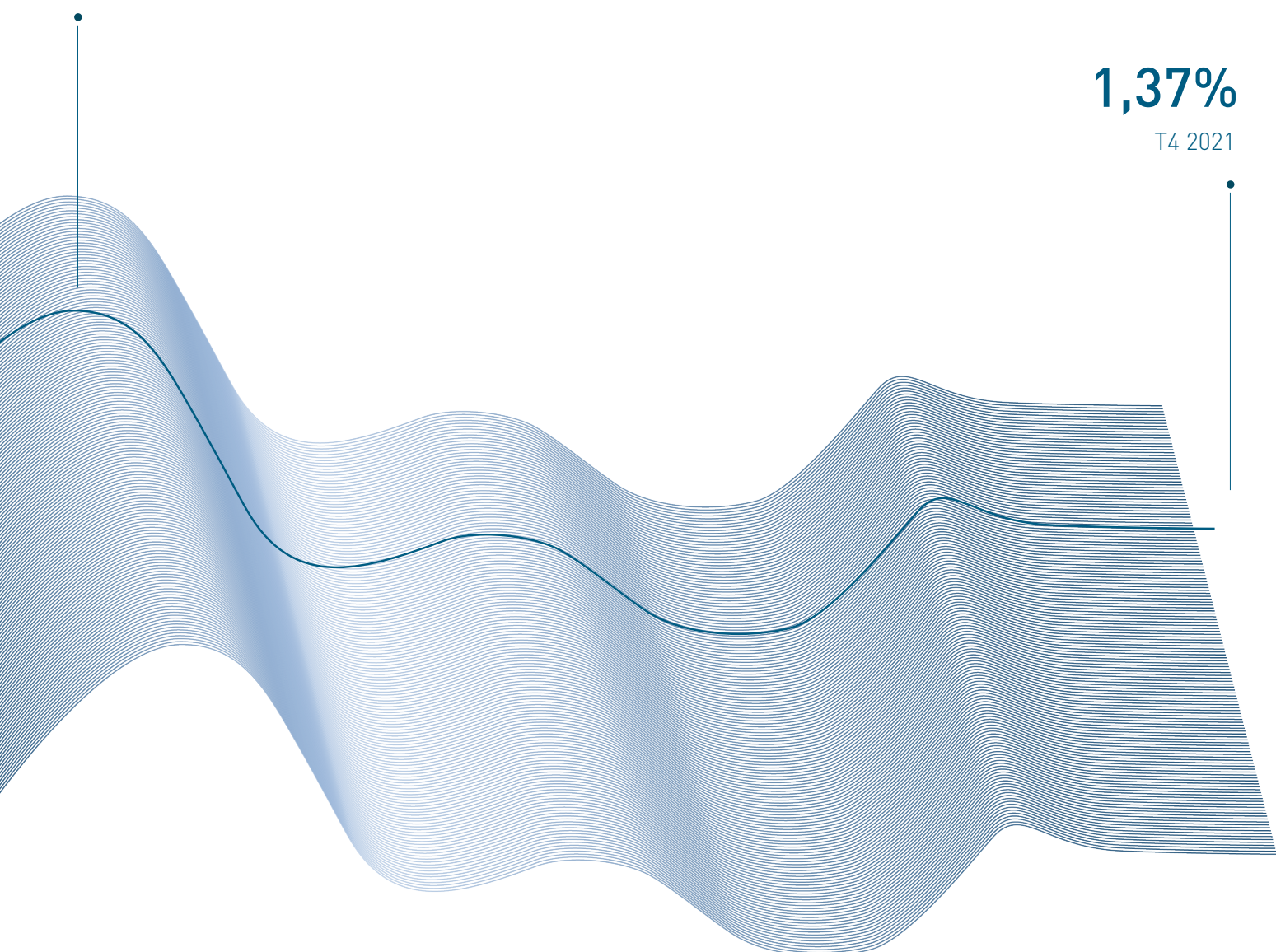
AETHER
FINANCIAL SERVICES

1,85%

T2 2018

1,37%

T4 2021



MÉTHODE ET CONTRIBUTEURS

L'Indice Aether FS Unitranche France est calculé au moyen du rapport entre la marge d'intérêt et le levier au closing d'une opération, et ce sur une base de six mois glissants (formule ci-dessous) :

$$\text{Indice Aether FS Unitranche France} = \text{Moyenne glissante sur 6 mois} \left(\frac{\text{marge d'intérêt}}{\text{levier}} \text{ au closing} \right)$$

Pour la quatrième publication de son Indice de référence sur la dette privée en France, Aether Financial Services est heureux de pouvoir compter encore une fois sur la participation de **Kerius Finance**² et se félicite que cet acteur indépendant contribue à enrichir sa base de données.



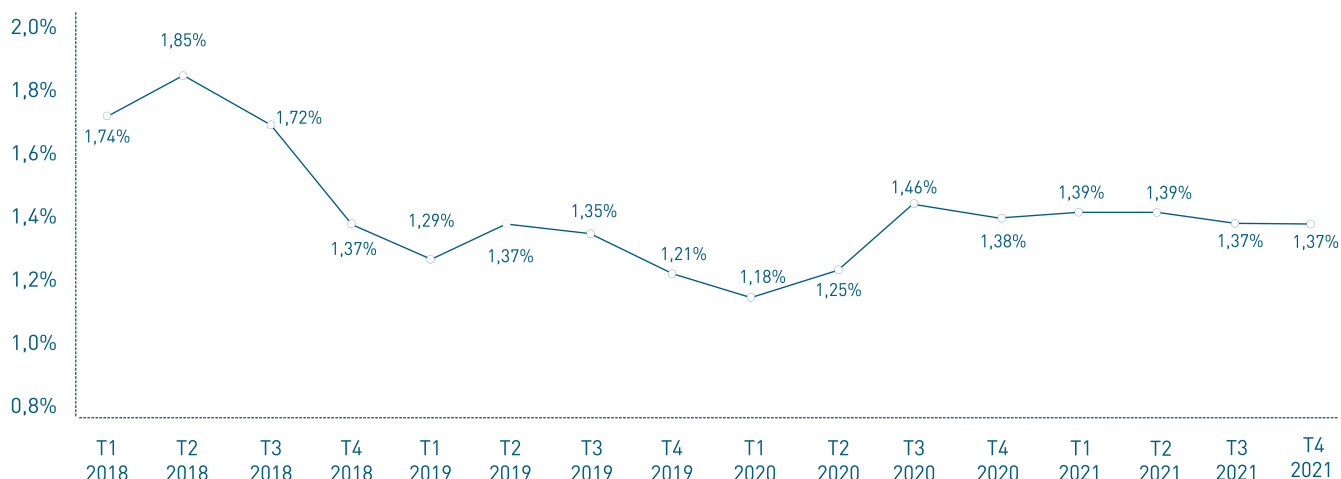
² KERIUS Finance (www.kerius-finance.com) est une société de conseil indépendante spécialisée en gestion et couverture des risques de taux d'intérêts, de change et matières premières.

INDICE AU T4 2021

Graphique 1

INDICE AETHER FS UNITRANCHE FRANCE

Source : Aether Financial Services



L'année 2021 se sera révélée particulièrement stable pour l'Indice Aether FS Unitranche France (Indice Aether). Après des T1 et T2 à un niveau de 1.39%, l'Indice Aether T4 reste constant par rapport au précédent trimestre, à un niveau de 1.37%.

Cette stabilité s'explique par une légère baisse conjointe des leviers et des marges, qui reviennent pratiquement à leurs niveaux du T2 (voir graphiques 2 et 3).

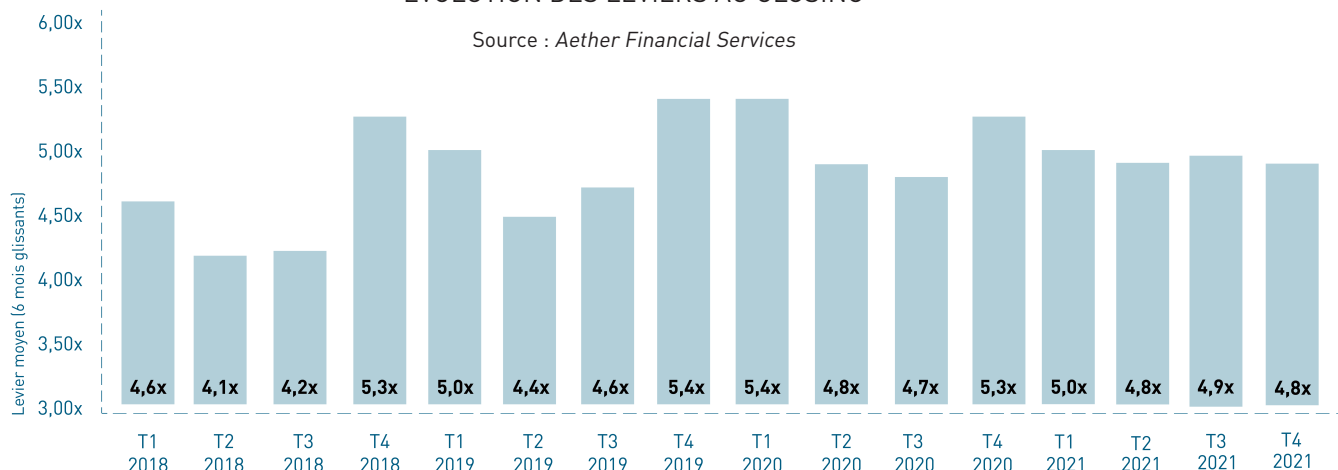


COMPOSANTES DE L'INDICE

Graphique 2

EVOLUTION DES LEVIERS AU CLOSING

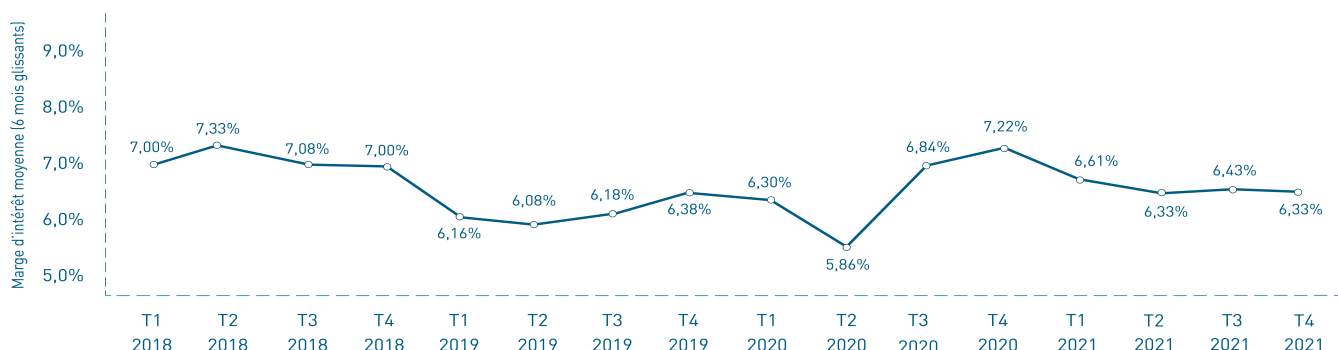
Source : Aether Financial Services



Graphique 3

EVOLUTION DES SPREADS AU CLOSING

Source : Aether Financial Services



Après la légère hausse observée au T3 2021, les leviers et les marges regagnent leurs niveaux du T2 2021.

On observe ainsi une baisse des leviers, passant d'une moyenne de 4.86x au T3 à 4.79x au T4. L'amplitude augmente légèrement ; tous les leviers étant compris entre 2.75x et 6.50x.

Le spread moyen connaît dans le même temps une baisse du même ordre, passant de 6.43% au T3 2021 à 6.33% au T4 2021.

Cette baisse conjointe et proportionnelle des leviers (-1.4%) et des marges (-1.5%) explique la stabilité de l'Indice Aether au T4 2021.

Sur l'année entière, les leviers et les marges auront tous deux suivi une tendance baissière, passant respectivement en moyenne de 5.01x et 7.22% au T1 à 4.79x et 6.33% au T4.

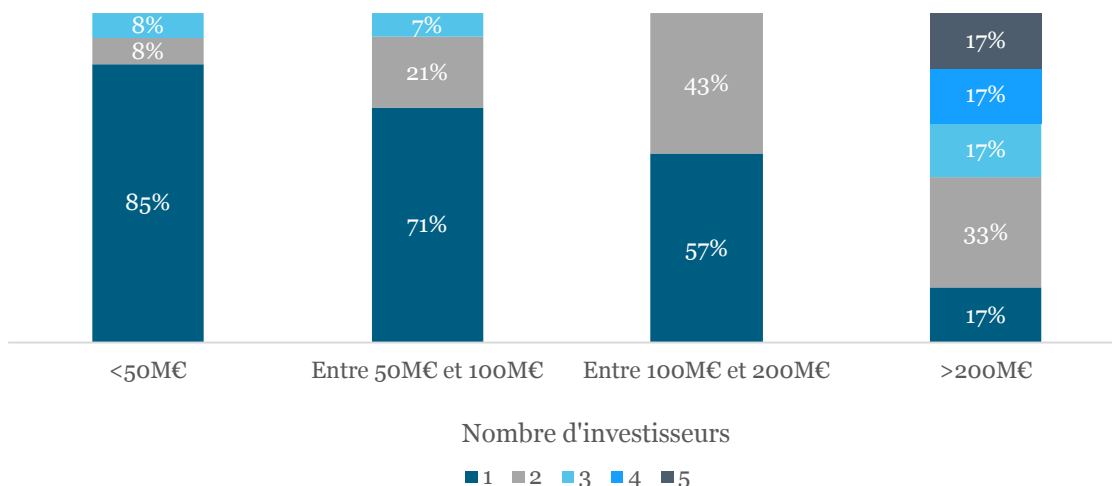


ANALYSE N°1 : NOMBRE D'INVESTISSEURS EN FONCTION DE LA TAILLE DE L'OPERATION

Graphique 4

NOMBRE D'INVESTISSEURS EN FONCTION DE LA TAILLE DE L'OPERATION (2018-2021)

Source : Aether Financial Services, France Invest et Deloitte



L'analyse du portefeuille montre que la majorité des financements sont apportés par des investisseurs uniques. C'est notamment le cas de 85% des transactions inférieures à 50M€ et 71% de celles comprises entre 50 et 100M€. Pour ces tailles d'opérations, les transactions impliquant plusieurs investisseurs ne représentent respectivement que 16% et 28% des cas.

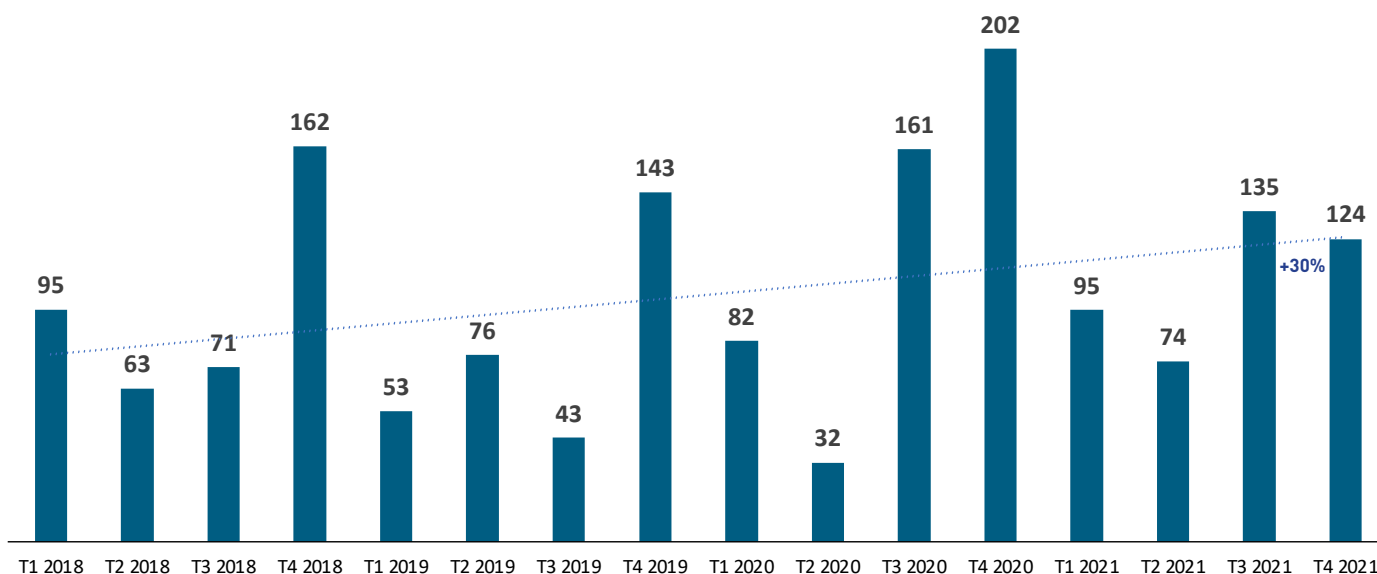
Pour les opérations supérieures à 100M€, la participation de plusieurs prêteurs devient souvent nécessaire (partage du risque, capacité d'intervention limitée, volonté de ne pas restreindre le développement de la société, build-up, etc.). Bien que 57% des opérations entre 100M€ et 200M€ soient portées par des investisseurs uniques, cette structure ne représente plus que 17% des cas pour les transactions supérieures à 200M€ ; le nombre d'investisseurs pouvant dans ces cas monter jusqu'à 5 voire au-delà.

ANALYSE N°2 : ETUDE DE LA TAILLE DES OPERATIONS

Graphique 5

TAILLE MOYENNE DES OPERATIONS PAR TRIMESTRE (M€) sur 6 mois glissants

Source : Aether Financial Services



La tendance haussière de la taille des opérations que nous avons évoquée dans notre édition du T2 2021 se confirme sur les deux derniers trimestres de l'année.

L'analyse de notre échantillon indique qu'en 2018 et 2019, la taille moyenne des opérations était supérieure à 75M€ pour 2 trimestres sur 4. En 2020 et 2021, cela représentait 3 trimestres.

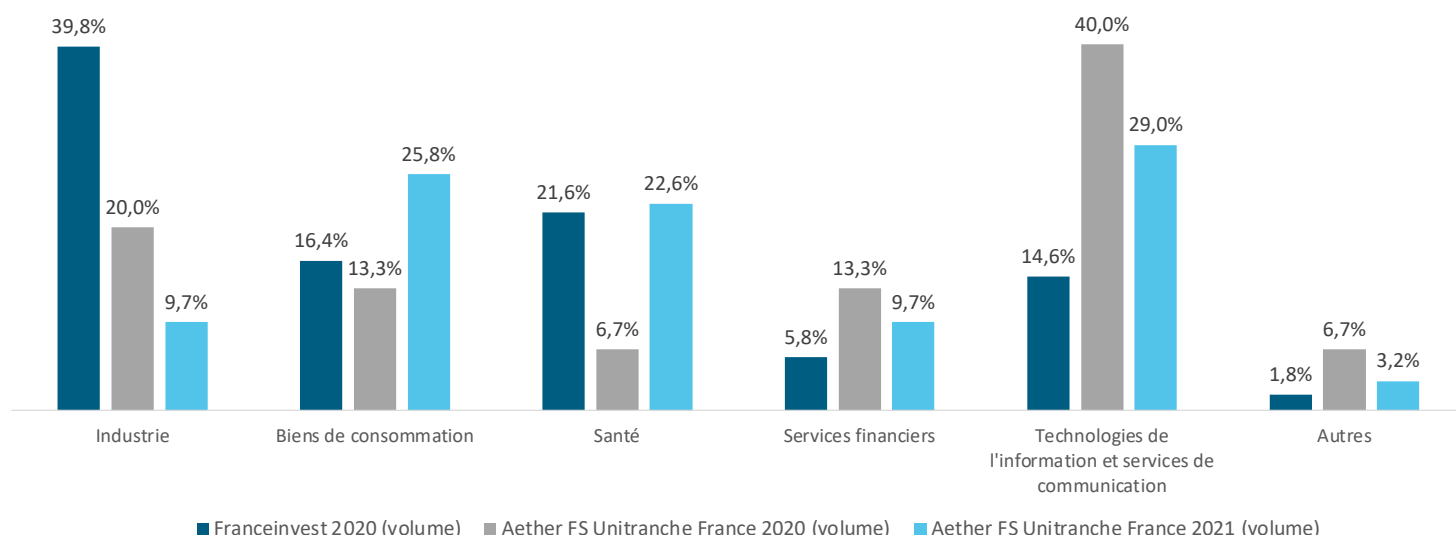
Il est enfin intéressant d'observer qu'historiquement, la taille moyenne des opérations est particulièrement élevée au dernier trimestre de chaque année : 162M€ au T4 2018, 143M€ au T4 2019, 202M€ au T4 2020 et 124M€ au T4 2021.

ANALYSE N°3 : ETUDE DES SECTEURS

Graphique 6

REPARTITION SECTORIELLE 2020 – 2021 (EN NOMBRE D'OPERATIONS)³

Source : Aether Financial Services, France Invest et Deloitte



Le graphique ci-dessus permet de comparer la répartition sectorielle de l'échantillon de l'Indice Aether (pour l'année 2020 et 2021) avec le panel de transactions de l'étude « *Activité des fonds de dette privée (entreprises & infrastructure) en France (2020)* » publiée par France Invest et Deloitte. Les différences constatées entre l'Indice Aether et l'Indice France Invest s'expliquent par le fait que ces derniers incluent tous les types de financement de dette privée (Unitranche, Euro PP, Mezzanine, etc.).

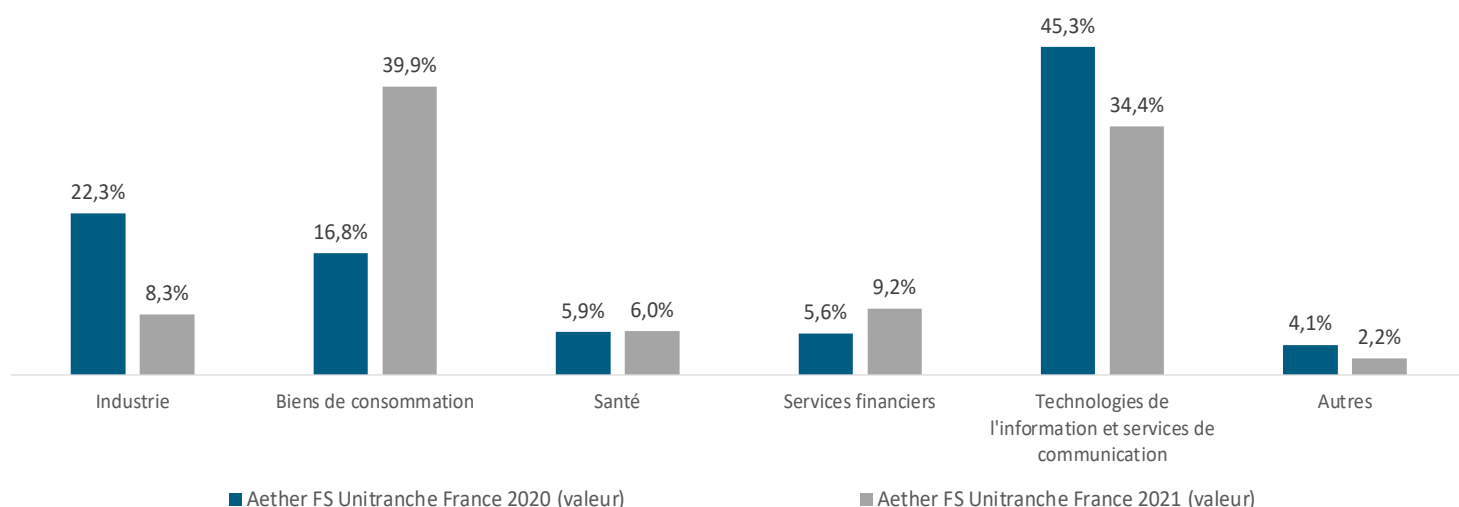
Il en ressort que, malgré l'appétence des investisseurs en dette privée pour le secteur Industriel en général, il semble que les financeurs en Unitranche en soient moins friands.

Ceci à contrario du secteur IT qui offre aux Unitrancheurs croissance, marge et visibilité. 3 facteurs clés pour obtenir des niveaux de leviers importants et qui correspondent à ce qu'ils recherchent.

³ L'échantillon de France Invest est composé de 171 opérations (dont 48 unitranches) pour un montant total de 7,5Mds€. Celui de l'indice Aether FS Unitranché France comporte 15 opérations (2,0Mds€) en 2020 et 31 opérations (3,6Mds€) en 2021.

Graphique 7
REPARTITION SECTORIELLE 2020 – 2021 (VALEUR)

Source : Aether Financial Services



Entre 2020 et 2021, la part des opérations dans les secteurs des biens de consommation et de la santé a significativement augmenté (en nombre d'opérations). Avec un ticket moyen en hausse à 182M€ en 2021 (contre 168M€ en 2020), les opérations dans les biens de consommation représentent plus d'un tiers du total des opérations (en valeur).

Ceci s'explique par des opérations d'envergure telles qu'European Camping Group, Aroma-Zone, Quick ou des opérations dans le secteur de l'éducation (Skill & You, Médisup, ACE Education).

A l'inverse, le ticket moyen dans le secteur de la santé est beaucoup plus faible (31M€) et ce secteur ne représente que 6% de la valeur totale des opérations en 2021 (contre 22.6% du nombre d'opérations).

La part de l'industrie diminue à la fois en valeur et en volume, malgré un nombre d'opérations stable en 2020 et 2021.

Même si les technologies de l'information et services de communication représentent toujours un tiers du nombre total d'opérations en 2021, ce dernier secteur voit sa proportion diminuer, à la fois en volume et en valeur. En valeurs absolues, le nombre d'opérations est toutefois en augmentation (6 en 2020, 9 en 2021) mais le ticket moyen diminue de 152M€ à 139M€.

Les graphiques 6 et 7 nous permettent enfin d'observer que la proportion des services financiers diminue légèrement en nombre d'opérations mais augmente en valeur (9.2% du montant total).

L'appétence sectorielle des Unitrancheurs n'est pas statique d'année en année.

SOMMAIRE

 PERCEPTION DE L'INDICE

 BILAN 2021

 **FLASH INFO IBOR**

 ANNEXES

FLASH INFO - TRANSITION IBOR

Rappel des grandes lignes

C'est en 2014 que le sujet de la transition IBOR a émergé en premier au regard du GBP, avec une recommandation par le Financial Stability Board pour l'adoption de nouveaux Risk Free Rates (« RFR »), suivie d'une autre recommandation en 2015 pour l'adoption du Sterling Overnight Index Average (« SONIA »), annonçant la fin programmée du LIBOR GBP.

C'est le groupe de travail de la Banque d'Angleterre qui s'est chargé du remplacement du LIBOR GBP à partir de 2015, et l'on note les principales étapes suivantes intervenues par la suite :

- 31 décembre 2021 : cessation de publication de l'EONIA, du LIBOR GBP, LIBOR JPY, LIBOR CHF et LIBOR EUR
- Depuis environ 2019, clauses de fallback quasi-systématiquement intégrées dans la documentation pour anticiper et faciliter les changements de taux :
 - * Définition d'un trigger event
 - * Possible désignation du taux de remplacement
 - * Définition des consent provisions, etc.

A savoir : A l'inverse des taux IBORs qui sont des taux forward looking pour des périodes données (3/6/12 mois, etc.), les RFRs sont des taux overnight qui ne peuvent donc pas être utilisés tels quels. Ainsi :

	IBORs	RFRs
Taux	Forward-looking déterminé 2 jours ouvrés avant le début de la période et fixé pour toute la période (calculs simples)	Backward-looking déterminé quelques jours ouvrés avant la fin de la période
Accessibilité du taux	Directement accessible sur Bloomberg (entre autres) et consultable par toutes les parties	Appliqué de façon quotidienne (en tout cas pour le SONIA) et composé avec plusieurs variantes de calcul : • Différentes périodes de lookback • Différentes façons d'appliquer le floor • Avec/sans Observation Shift • Avec/sans Credit Adjustment Spread
Connaissance du montant des intérêts	Au début de la période	Quelques jours ouvrés avant la fin de la période

FLASH INFO - TRANSITION IBOR Rappel des grandes lignes

Par ailleurs, au regard de l'USD, la fin du LIBOR USD a été programmée pour le 30/06/2023. Le *Secured Overnight Financing Rate* (« *SOFR* ») a été désigné comme RFR de remplacement, mais les options de transition sont plus larges que pour le GBP.

L'Alternative Reference Rates Committee (« *ARRC* ») recommande :

- d'appliquer en priorité un *taux SOFR backward-looking* composé, comme pour le SONIA,
- au besoin (si la transition est difficile): d'appliquer le « *Term SOFR* », un taux forward looking publié par CME Group, basé sur les dérivés du SOFR (représentant les anticipations du marché pour le SOFR sur les 3/6/12 prochains mois). La transition est « indolore » car ce taux s'applique comme le LIBOR.

Ayant fait l'objet d'une refonte de sa méthode de calcul en 2019, l'Euribor est désormais conforme au BMR (Règlement sur les indices de référence). Il peut donc continuer à être utilisé pour les contrats existants et nouveaux, mais rien n'indique actuellement s'il cessera d'être publié dans un futur proche. Néanmoins, le groupe de travail européen travaille sur des méthodologies de substitution basées sur €STR, dans le cas d'un scénario où l'Euribor cesserait définitivement d'exister.

Pour en savoir plus, retrouvez notre livre blanc, en co-écriture avec **Kerius Finance**, sur notre site internet : www.aetherfs.com/fr/news/blog

SOMMAIRE



PERCEPTION DE L'INDICE



BILAN 2021



FLASH INFO IBOR



ANNEXES

PRÉSENTATION DE AETHER FINANCIAL SERVICES

Leader français indépendant dans les services d'exécution des transactions financières, Aether Financial Services a été fondé en 2015 par Edouard Narboux et Henri-Pierre Jeancard. Précurseur dans ce métier, Aether Financial Services est aujourd'hui la référence française dans les services d'exécution post-transactionnels.

Basé à Paris et Londres, Aether Financial Services est composé d'une trentaine de personnes expertes et cosmopolites, combinant des compétences financières et juridiques.



Corporate Finance Agency

Présent dans la Private Debt et le Capital Markets, Aether Financial Services couvre l'ensemble des rôles d'agents de financement (Loan agent, Bonds agent, Administrative agent, Calculation agent, Security agent, etc)



Valuation & Calculation

Aether Financial Services valorise tous types d'instruments financiers ou de valeurs mobilières, des plus « vanilles » aux plus structurés, pour des besoins récurrents, spécifiques ou ponctuels.



Corporate & Issuer Services

Aether Financial Services propose une gamme de solutions digitales dédiées à la gestion administrative des fonctions relatives aux opérations sur titres (augmentation de capital, assemblée générale, tenue de registres, etc.).



L'engagement solidaire d'Aether Financial Services

Depuis plusieurs années, Aether Financial Services s'implique auprès d'associations dans le cadre de Contrats à Impact Social (**la Cravate Solidaire, la Fondation Auteuil ou encore l'association Article 1**).

En 2021, Aether Financial Services s'est engagé dans la protection de l'environnement avec la reforestation et la préservation des forêts aux côtés de **Reforest'Action**. Ce partenariat témoigne de l'engagement environnemental d'Aether Financial Services et de sa volonté de participer à la lutte contre le réchauffement climatique.



RECEVOIR LES PROCHAINES ÉDITIONS

Pour rester informé et recevoir les prochaines publications de l'Indice AETHER FS Unitranche France, merci de nous envoyer un courrier ou un email avec les informations suivantes :

Nom* :

Prénom* :

Fonction* :

Société :

Adresse email* :

Téléphone :

Par courrier : Axelle Bernard, Aether Financial Services, 36, rue de Monceau 75008 Paris

Par email : abernard@aetherfs.com

***Informations obligatoires**

Les informations recueillies sur ce formulaire sont enregistrées dans un fichier informatisé par Aether Financial Services, le responsable du traitement est Laurent Fieux, en termes de responsable RGPD. La finalité du traitement est de vous communiquer les informations relatives et exclusives à l'Indice AFS Unitranche France sauf demande indiquée dans le formulaire.

Le traitement de vos informations a pour unique objectif de vous informer des communications de Aether Financial Services relatives à l'Indice AFS Unitranche France. Vos données ne sont pas communiquées à des sociétés tierces.

Les données collectées seront communiquées aux seuls destinataires suivants : Laurent Fieux (lfieux@aetherfs.com) et Axelle Bernard (abernard@aetherfs.com). Les données sont conservées pendant une durée de 10 ans. Sur le serveur de Aether Financial Services situé en France. Vous pouvez accéder aux données vous concernant, les rectifier, retirer, demander leur effacement ou exercer votre droit à la limitation du traitement de vos données à tout moment, en nous contactant soit par : Mail : agency@aetherfs.com / Voie postale : Laurent Fieux, Aether Financial Services, 36 rue de Monceau, 75008 Paris

AETHER
FINANCIAL SERVICES



INDICE AETHER FS

UNITRANCHE FRANCE

www.aetherfs.com

Suivez-nous sur les réseaux
via notre page LinkedIn
ou sur notre site Internet

ÆTHER
FINANCIAL SERVICES

info@aetherfs.com



FR
36, rue de Monceau – 75008 Paris



UK
57 Berkeley Square – W1J 6ER London