



Face à la crise sanitaire, les grands groupes ont ajusté leurs dépenses et maîtrisé leur endettement financier net en 2020

L'analyse des comptes consolidés des grands groupes français (hors secteur financier) a mis en évidence leur capacité d'adaptation au contexte de la crise sanitaire. Face au recul de l'activité qui a affecté chiffre d'affaires et rentabilité, ils ont diminué les distributions de dividendes, préservé leur niveau global d'investissement et maîtrisé leur endettement financier net en renforçant leur trésorerie. Ces évolutions agrégées sont naturellement hétérogènes selon les secteurs d'activité.

Olivier GONZALEZ et Anne-Marie RIEU-FOUCAULT
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

Codes JEL
E22, G30,
L25

17 %

le taux d'investissement des grands groupes en 2020

57 jours de chiffre d'affaires

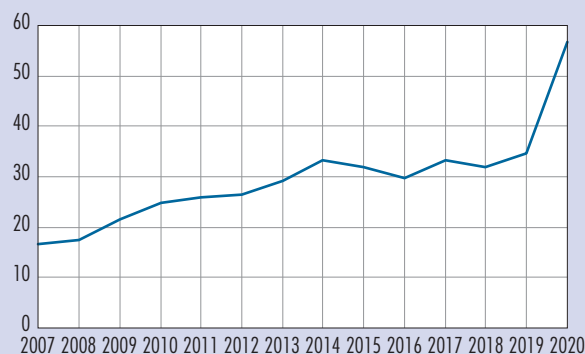
le niveau médian de trésorerie nette des grands groupes à fin 2020, contre 35 jours un an plus tôt

- 30,3 %

la baisse de la rentabilité économique des grands groupes en 2020

Trésorerie nette (médiane)

(en nombre de jours de chiffre d'affaires)



Note : La trésorerie nette correspond aux disponibilités détenues par un groupe (trésorerie actif) auxquelles on retranche le montant des crédits de trésorerie contractés (passif).

Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).



Cet article analyse la situation économique et financière des grands groupes non financiers privés français en 2020 en mobilisant la base des comptes consolidés du Fichier bancaire des entreprises (FIBEN) de la Banque de France (cf. annexe 1). Le périmètre d'étude couvre un total de 238 grands groupes.

1 L'activité et les résultats marquent un net fléchissement

La baisse de l'activité des grands groupes est marquée, mais la variation de valeur ajoutée est identique à celle de l'ensemble de l'économie française

En 2020, la valeur ajoutée (VA) des grands groupes baisse en moyenne de 5,8% sur un an alors que le PIB français chute de 5,5% à prix courants (et de 7,9% à prix constants, cf. graphique 1a). L'activité des grands groupes français aurait donc reculé au même rythme que l'ensemble de l'économie française.

L'observation du chiffre d'affaires fait apparaître une diminution plus sévère de l'activité avec un recul en moyenne de 10,0% sur l'année 2020¹ (cf. graphique 1b). Plus de la moitié des grands groupes ont connu une baisse d'activité supérieure à celle du PIB.

La baisse est particulièrement forte pour les grands groupes industriels français (dans l'aéronautique, l'automobile et l'énergie notamment) et pour l'hébergement-restauration, secteur plus particulièrement touché par les conséquences des mesures sanitaires (cf. annexe 2 pour les chiffres par secteur d'activité). En 2020, le secteur de l'industrie représente à lui seul plus de la moitié du chiffre d'affaires des grands groupes français (56%).

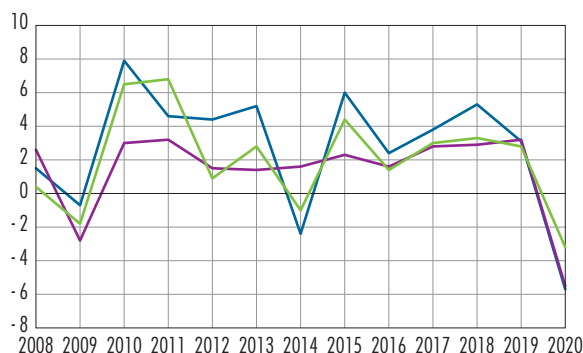
En 2020, la part du chiffre d'affaires des grands groupes réalisé à l'étranger (cf. graphique 2) diminue très légèrement et reste à un niveau historiquement élevé. Le choc d'activité dans le monde a été différent d'un pays à l'autre, ce dont les grands groupes implantés dans plusieurs zones géographiques ont pu tirer avantage².

G1 Évolution de l'activité des grands groupes français (2008-2020)

(en %)

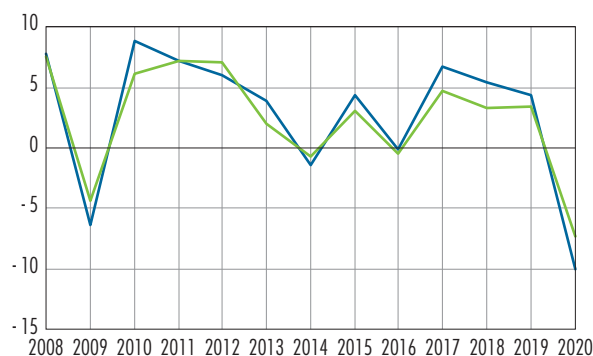
a) Valeur ajoutée (VA) et PIB français

— Taux de croissance moyen de la VA
— Taux de croissance médian de la VA
— Taux de croissance du PIB français



b) Chiffre d'affaires

— Taux de croissance moyen
— Taux de croissance médian

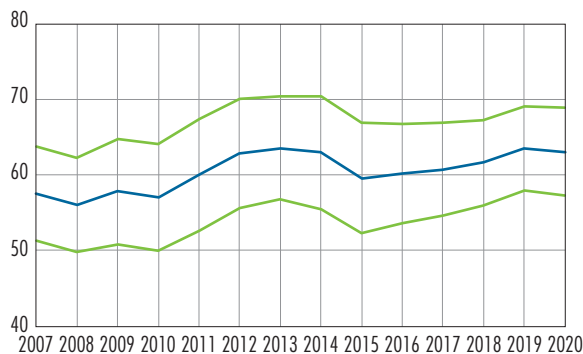


Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

G2 Part du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger

(en %)

— Part du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger
— Indicateur de dispersion des données à 99 %



Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

¹ Ce chiffre est proche de celui observé à partir des comptes sociaux des grandes entreprises dans Bureau et Py (2021).

² Cf. Chatelais (2021).



L'EBIT et le résultat net récurrent se dégradent en raison de la hausse des charges de personnel et des dépréciations

En 2020, la valeur ajoutée des grands groupes français résiste mieux que leur chiffre d'affaires, ceux-ci ayant manifestement réussi à maîtriser leurs approvisionnements (cf. graphique 3a). Cette bonne tenue de la valeur ajoutée des grands groupes ne se retrouve pas en totalité dans l'évolution de l'EBITDA³ qui, exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires (CA), reste cependant relativement stable en 2019.

Les deux graphiques 3a et 3b mettent en regard les soldes intermédiaires de gestion les plus importants et leurs principales composantes, rapportés au niveau du chiffre d'affaires, afin d'analyser ce qui a pesé le plus sur les résultats nets⁴.

Malgré les mesures de chômage partiel, la part des charges de personnel a progressé sensiblement en 2020 (cf. graphique 3b), celles-ci diminuant moins nettement que le chiffre d'affaires. Une certaine part de l'activité réalisée à l'étranger a contribué à maintenir le poids des charges de personnel, car tous les pays n'ont pas bénéficié de mesures d'allègement identiques.

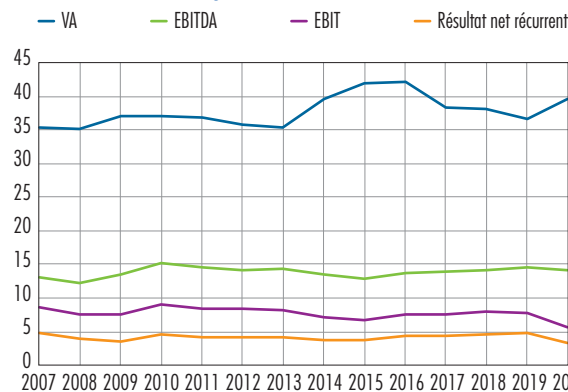
En dépit de la relative stabilité de l'EBITDA, dégager des marges devient plus difficile pour les grands groupes : le taux de marge (EBITDA/VA), qui s'élevait à 38,8% en 2019, diminue pour s'établir à 34,5% en 2020, chiffre inférieur à la moyenne du taux de marge sur la période.

La baisse du chiffre d'affaires a touché davantage l'EBIT⁵ (5,7% du CA en 2020, contre 7,9% en 2019) et le résultat net récurrent (3,2% du CA en 2020, contre 4,8% en 2019). La hausse de la part des dotations aux amortissements et provisions a aussi pesé sur ces deux agrégats. Les niveaux de 2020 de l'EBIT et du résultat net récurrent représentent ainsi les niveaux les plus bas sur l'ensemble de la période 2007-2020.

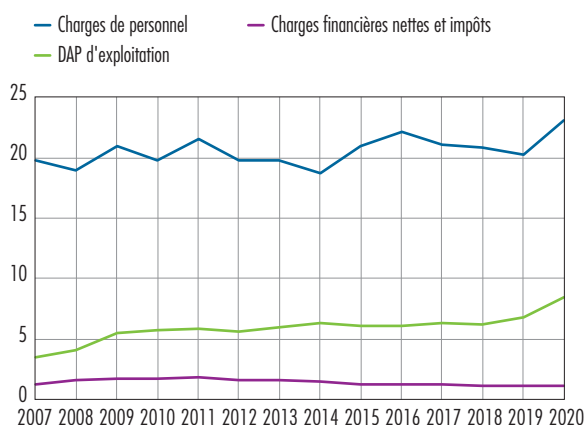
G3 Les soldes intermédiaires de gestion et leurs composantes

(en % du chiffre d'affaires)

a) Soldes intermédiaires de gestion



b) Principales composantes



Note : VA, valeur ajoutée ; EBITDA, bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements ; EBIT, bénéfices avant intérêts et impôts ; DAP, dotations aux amortissements et aux provisions.

Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

2 En 2020, la rentabilité s'établit à un niveau très inférieur à celui d'avant 2008

Cette section complète l'analyse des résultats en mesurant la rentabilité comme la capacité de l'entreprise à créer de la richesse à partir des capitaux investis. Deux indicateurs sont couramment utilisés : la rentabilité économique et la rentabilité financière.

³ Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization soit, en français, « bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements ».

⁴ De manière simplifiée, on a : valeur ajoutée – charges de personnel = EBITDA ; EBITDA – dotations aux amortissements et aux provisions d'exploitation = EBIT ; EBIT – charges financières nettes et impôts = résultat net récurrent.

⁵ Earnings before interest and taxes soit en français « bénéfice avant intérêts et impôts » = chiffre d'affaires hors taxes – charges d'exploitation – dotation aux amortissement et provisions.



La rentabilité économique rapporte le résultat d'exploitation net d'impôts au capital d'exploitation ou actif économique, qui correspond à la somme des immobilisations et du besoin en fonds de roulement d'exploitation et représente la valeur des capitaux investis dans l'exploitation. Cette rentabilité économique tendait à baisser sur l'ensemble de la période, passant d'un ratio de 10% en 2007 à un ratio d'un peu plus de 6% en 2019. En 2020, avec la crise sanitaire, elle tombe à 4,6%, son plus bas niveau sur la période 2007-2020, conséquence de la baisse drastique de l'activité et des résultats (cf. graphique 4a).

La rentabilité financière ou rentabilité des capitaux propres (*return on equity* – ROE selon le concept anglo-saxon) représente la rentabilité pour les actionnaires. Elle est calculée comme le rapport du résultat net aux capitaux propres. Avec la crise financière de 2008, la rentabilité financière avait baissé de 17% à 8% avant d'osciller entre 2009 et 2019 autour de 9%. En 2020, elle chute moins sévèrement (- 5 points de pourcentage), mais atteint cependant un plus bas, à 2,5% (cf. graphique 4b).

La rentabilité économique par secteur en 2020 fait apparaître une baisse particulièrement forte dans l'hébergement-restauration et les transports, la rentabilité économique devenant même négative dans ce dernier secteur (cf. annexe 2). Elle se maintient dans les secteurs de l'information et communication, et du commerce.

Le taux de distribution des dividendes atteint son plus bas niveau

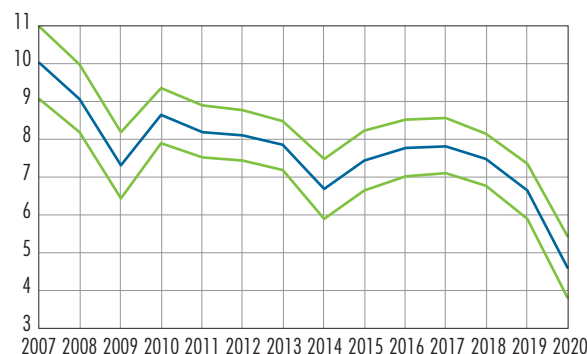
Le taux de distribution des dividendes est défini comme le rapport des dividendes versés l'année N au résultat net de l'année N-1. En 2020, ce taux diminue par rapport à 2019, passant de 51% à 37% (cf. graphique 5). Cette baisse est cohérente avec les mesures arrêtées pour les grandes entreprises aidées par l'État qui ne pouvaient pas distribuer de dividendes et, d'une manière plus générale, avec l'effort demandé aux actionnaires pour maintenir ou renforcer les fonds propres face à la crise.

G4 Ratios de rentabilité

(en %)

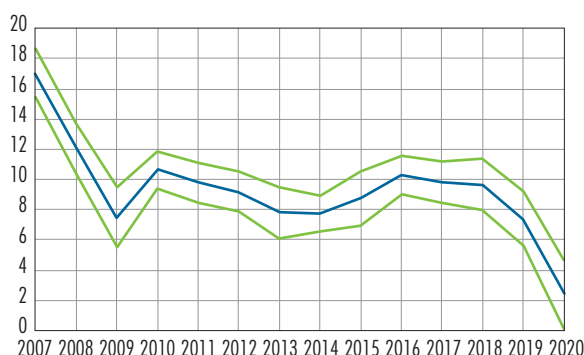
a) Rentabilité économique

— RBE après impôts / capital d'exploitation
— Indicateur de dispersion des données à 99 %



b) Rentabilité financière

— Rentabilité financière
— Indicateur de dispersion des données à 99 %



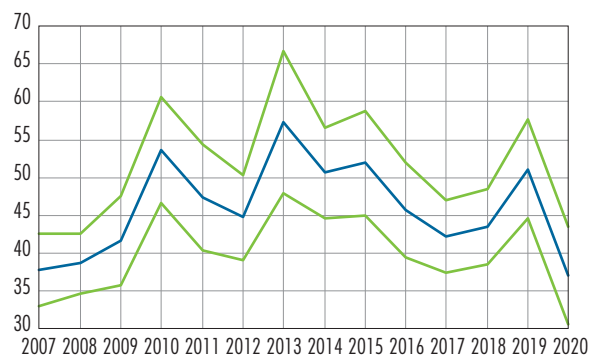
Note : RBE, résultat brut d'exploitation.

Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

G5 Taux de distribution des dividendes

(en % du résultat net de N-1)

— Taux de distribution des dividendes
— Indicateur de dispersion des données à 99 %



Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).



3 Le besoin en fonds de roulement baisse tandis que le taux d'investissement progresse

Les grands groupes maîtrisent leur besoin en fonds de roulement grâce au crédit interentreprises

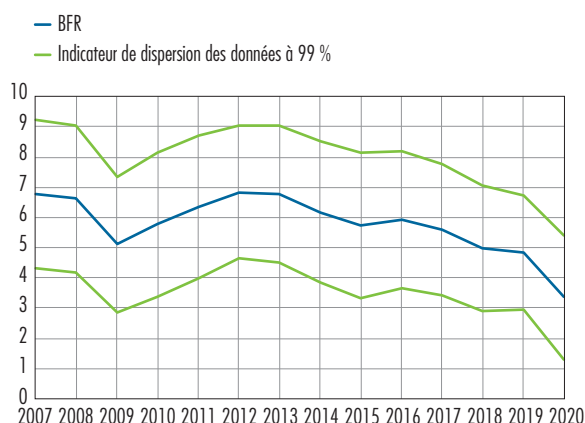
Le besoin en fonds de roulement (BFR) reflète le besoin de financement à court terme pour faire face aux décalages de trésorerie issus de l'activité courante des grands groupes. Avant la crise de la Covid-19, ce besoin oscillait entre cinq et sept jours de chiffre d'affaires pour les grands groupes français avec une tendance à la baisse depuis 2016. En 2020, il diminue nettement pour se rapprocher de trois jours de chiffre

d'affaires (cf. graphique 6a). Cette réduction du BFR signifie que les grands groupes ont réussi à maîtriser leur besoin de financement à court terme pendant la crise sanitaire notamment grâce à un meilleur contrôle de leur poste clients, en lien avec un rapport de force généralement favorable aux grandes entreprises en matière de crédit interentreprises⁶ (cf. graphique 6b). Ils ont aussi bénéficié de l'augmentation des autres dettes d'exploitation (c.-à-d. hors dettes fournisseurs), issue en partie des mécanismes de report du paiement des charges fiscales et sociales. En 2020, les stocks n'augmentent que légèrement, confirmant l'effort de maîtrise des coûts d'approvisionnement par les grands groupes dans un environnement très perturbé. L'insuffisance de stocks constituera cependant un frein à la reprise en 2021.

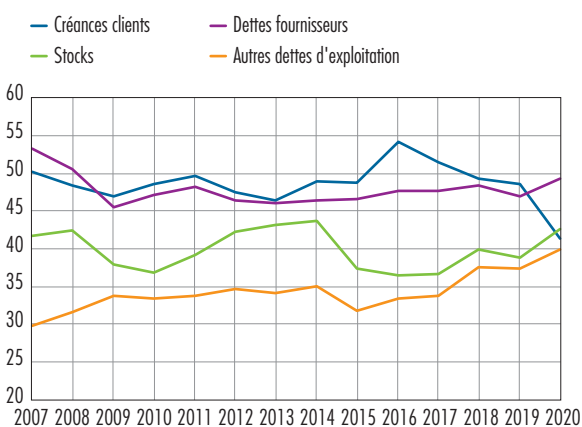
G6 Le besoin en fonds de roulement (BFR) et ses composantes

(en jours de chiffre d'affaires)

a) BFR



b) Principales composantes



Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

6 Cf. Gonzalez (2021).

La diminution du besoin en fonds de roulement résulte de la volonté de maîtriser les flux de trésorerie dans un environnement incertain, ce que confirme également la suite de l'étude avec la hausse de la trésorerie en application du principe de précaution. Les évolutions des postes clients et fournisseurs traduisent le même réflexe de prudence des grands groupes face à l'incertitude engendrée par la crise.

Le besoin de financement lié au cycle d'exploitation baisse dans la plupart des secteurs, sauf dans ceux du commerce et de l'hébergement-restauration, dans lesquels les délais de paiement des clients se sont dégradés (cf. annexe 2).

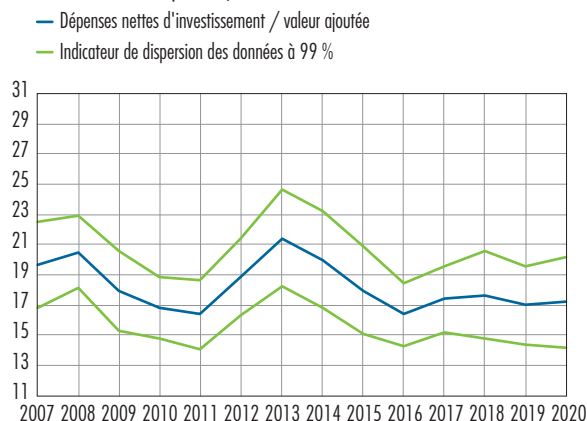
L'investissement se maintient malgré la crise sanitaire

Le taux d'investissement est mesuré par le rapport des dépenses d'investissement à la valeur ajoutée. Préserver la capacité d'investir des entreprises, pendant et au sortir de la crise de la Covid-19, constitue un enjeu central de politique économique puisqu'il conditionne le développement des entreprises à moyen et long terme, tandis que les questions de liquidité portent sur la stabilité à court terme. Les mesures d'urgence prises par les gouvernements, en France et dans d'autres pays, ainsi que celles adoptées par les autorités monétaires de l'Eurosystème, ont soutenu l'économie pendant la crise et permis de maintenir la confiance en



G7 Taux d'investissement

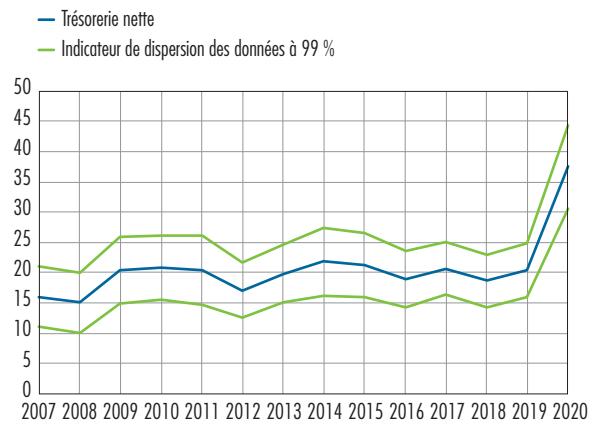
(en % de la valeur ajoutée)



Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

G8 Ratio de trésorerie nette

(en % des capitaux propres)



Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

l'avenir des dirigeants d'entreprise, ce que traduit la stabilité du taux d'investissement des grands groupes autour de 17 % en 2020 (cf. graphique 7).

Le taux d'investissement apparaît stable pour la majorité des secteurs sauf pour celui de la construction où il a baissé sensiblement, pour atteindre un niveau proche de celui de 2018 (cf. annexe 2). Il a en revanche augmenté de façon importante dans le secteur des transports et de l'entreposage, pourtant fortement touché par la crise.

4 En 2020, les grands groupes renforcent leur trésorerie malgré la baisse d'activité

Le ratio rapportant la trésorerie nette⁷ aux capitaux propres s'établit à près de 38 % pour 2020, soit, de loin, son niveau le plus élevé depuis 2007 (cf. graphique 8). Ce ratio avait augmenté après la crise financière, de 15 % à plus de 20 %, en raison de la constitution de stocks de liquidité de précaution, niveau moyen sur lequel il s'est ensuite maintenu jusqu'en 2019. En 2020, la très

forte hausse du ratio de trésorerie nette s'explique à la fois par la baisse de la part des capitaux propres et par la hausse de la part de la trésorerie nette dans le bilan des grands groupes. Les capitaux propres exprimés en pourcentage du total de bilan s'élèvent ainsi à 30,5 % en 2020, contre 35 % en moyenne sur la période. La trésorerie nette exprimée en pourcentage du total de bilan atteint 10 % en 2020, contre 6,2 % en moyenne sur la période. L'incertitude sur les conditions de sortie de crise donne donc lieu à un comportement d'accumulation de liquidités, comme lors de la période consécutive à la crise financière de 2008-2009 (cf. encadré 1).

Le ratio de trésorerie nette s'améliore nettement dans tous les secteurs, dans de moindres proportions toutefois pour l'hébergement-restauration et l'information et communication (cf. annexe 2). En niveau, le ratio est particulièrement élevé dans la construction – avec un niveau de trésorerie nette équivalent à près des deux tiers des capitaux propres – ainsi que dans les conseils et services aux entreprises et les transports.

⁷ La trésorerie nette correspond aux disponibilités détenues par un groupe (trésorerie actif) auxquelles on retranche le montant des crédits de trésorerie contractés (passif).



ENCADRÉ 1

Les grands groupes ont constitué un stock de liquidité de précaution avec la crise de la Covid-19

En réponse aux mesures de confinement prises lors de la pandémie, les pouvoirs publics ont mis en œuvre d'importantes politiques de soutien aux entreprises, notamment les prêts garantis par l'État, afin de préserver leur liquidité. Quel a été le comportement des grands groupes en réponse à ce soutien gouvernemental ? La trésorerie brute (stock de liquidité à l'actif) et la trésorerie nette (différence entre le stock de liquidité et les emprunts en trésorerie) sont analysées. Les deux indicateurs sont calculés en nombre de jours de chiffre d'affaires pour les valeurs de la médiane, du premier et du troisième quartile.

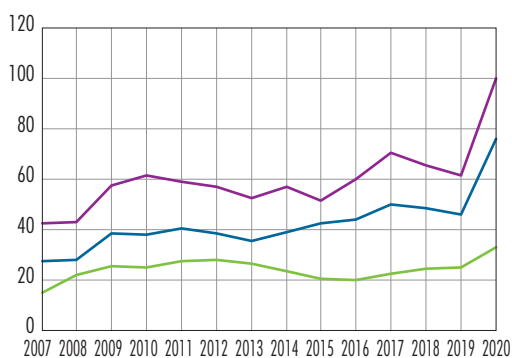
Au cours de la période 2007-2010, la trésorerie brute augmente de 15 à 25 jours de chiffre d'affaires pour le premier quartile, de 30 à 40 jours pour la médiane et de 42 à 60 jours pour le troisième quartile. La trésorerie nette progresse également, de 10 à 15 jours de chiffre d'affaires pour le premier quartile, de 15 à 25 jours pour la médiane et de 30 à 47 jours pour le troisième quartile, reflétant la constitution d'un matelas de liquidité par l'ensemble des grands groupes. Le comportement de stockage de la liquidité adopté après la crise financière se confirme les années suivantes : la liquidité brute et nette changera peu alors pour s'établir en 2019 sur des niveaux proches de ceux de 2010.

Évolution et distribution des éléments de la trésorerie des grands groupes

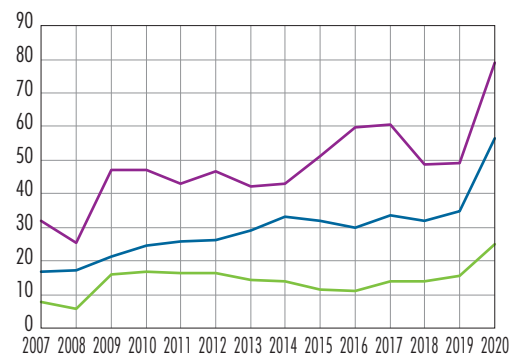
(en nombre de jours de chiffre d'affaires)

— Ratio médian — Premier quartile — Troisième quartile

a) Trésorerie brute



b) Trésorerie nette



Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

En 2020, avec la crise de la Covid, les stocks de liquidité ont fortement augmenté. On observe deux phénomènes. Le premier est un accroissement des écarts de stocks de liquidité (faible augmentation pour le premier quartile, très forte hausse pour le troisième quartile – cf. graphiques a et b). Le second est la conservation de la distribution pré-crise de la liquidité des groupes. Les grands groupes les moins liquides avant la crise sont en majorité ceux qui ont rencontré le plus de difficultés à constituer des stocks de liquidité de précaution en 2020. Les groupes les plus liquides avant la crise sont ceux qui vont accumuler le plus de trésorerie en 2020. Ainsi 64 % des groupes du premier quartile et 66 % des groupes du troisième quartile en 2019 se maintiennent dans leur catégorie statistique en 2020.

Sur les stocks de liquidité brute comme de liquidité nette, les secteurs du commerce, de l'hébergement-restauration et des transports et entreposage ont environ moitié moins de nombres de jours de trésorerie – soit entre 25 et 38 jours pour la liquidité brute et de 23 à 34 jours pour la liquidité nette – que la moyenne des secteurs – soit 76 jours pour la liquidité brute et 57 pour la liquidité nette.



5 La dynamique d'endettement est orientée à la hausse, mais très hétérogène

Le taux d'endettement a progressé en 2020

Le levier financier rapporte l'endettement financier aux fonds propres. Mesuré brut ou net de la trésorerie, il représente la structure de financement du passif entre les prêteurs et les actionnaires. Son évolution permet d'apprécier la dynamique d'endettement des grands groupes.

Après la période de la crise financière au cours de laquelle les deux ratios de levier atteignaient un niveau plutôt élevé (1,1 pour le levier brut et 0,8 pour le levier net), ceux-ci avaient légèrement et graduellement diminué par la suite, pour fluctuer jusqu'en 2018 autour de, respectivement, 0,9 et 0,7. L'année 2019 a été marquée par une rupture, avec une hausse importante des deux ratios qui s'établissent sur un plus haut (1,2 pour le levier brut et 1,0 pour le levier net). La forte augmentation du levier brut de 2019 était due à la conjonction d'une progression marquée de l'endettement (+ 16,9%), tirée par plusieurs grosses opérations, et d'une baisse des capitaux propres (- 6,7%). La croissance de la dette n'étant pas affectée à la trésorerie, le levier net a sensiblement évolué comme le levier brut en 2019.

En 2020, le levier brut continue de progresser à plus de 1,3, tandis que le levier net se stabilise, restant proche de 1,0 (cf. graphiques 9a et 9b). La stabilisation du levier net est due à la forte augmentation de la trésorerie (cf. *supra*) qui vient plus que compenser la hausse des dettes financières brutes (+ 6,1% entre 2019 et 2020) et la baisse des capitaux propres (- 3,2% entre 2019 et 2020).

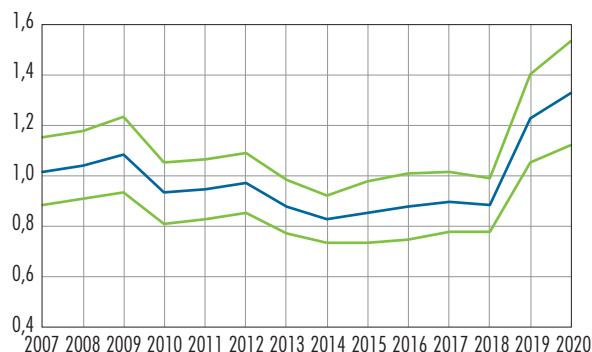
Pour les deux ratios, la volatilité du levier apparaît beaucoup plus forte en 2020 que lors des périodes précédentes (cf. les intervalles de dispersion à 99% autour de la moyenne) ce qui témoigne de l'hétérogénéité des situations des grands groupes (cf. encadré 2).

G9 Ratio de levier

(en %)

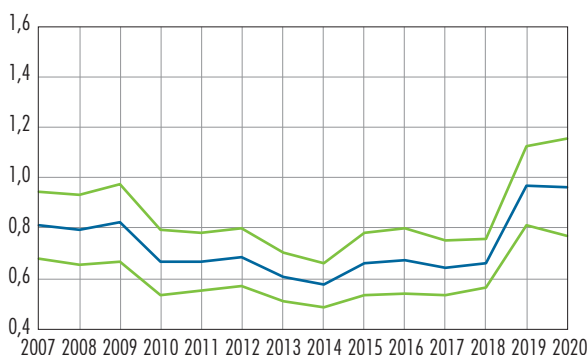
a) Levier brut

— Endettement financier brut / capitaux propres
— Indicateur de dispersion des données à 99 %



b) Levier net

— Endettement financier net / capitaux propres
— Indicateur de dispersion des données à 99 %



Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

En 2020, la dépendance au financement bancaire diminue pour atteindre un niveau historiquement bas

De 2007 à 2014, la part des dettes bancaires des grands groupes français diminue, passant de 45% à 33%. Par la suite, la tendance se stabilise jusqu'en 2019 où le surplus d'endettement apparaît financé prioritairement par le crédit bancaire. L'année 2020 marque un retour à la structure des années 2014-2018 : la proportion de financement bancaire se rapproche du point le plus bas de 33% de dettes bancaires dans le



ENCADRÉ 2

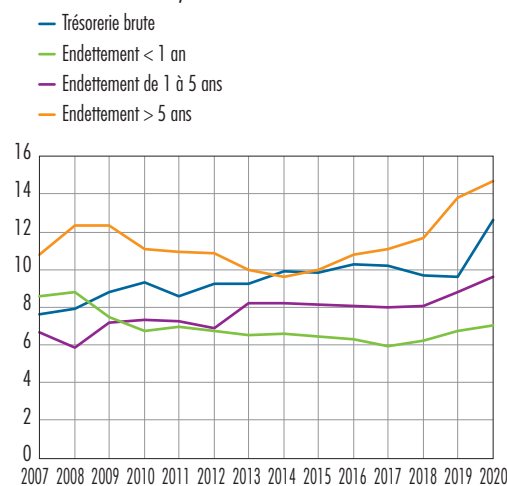
Des structures financières plus hétérogènes entre les grands groupes

Des études précédentes¹ mettaient en avant une hétérogénéité entre des entreprises en bonne santé et des entreprises plus fragiles, qui pouvaient à la fois enregistrer une baisse de leur trésorerie et une hausse de leur endettement. Par ailleurs, une partie de l'épargne de précaution des entreprises pouvait être liée à une hausse des emprunts à moyen et long terme en plus du financement en trésorerie. Qu'observe-t-on à fin 2020, dans l'ensemble et au niveau sectoriel ?

L'année 2020 est marquée par la hausse du stock de trésorerie (cf. encadré 1) financée en partie par la dette financière, bien que celle-ci croisse plus lentement qu'en 2019 (et de manière identique à 2018). L'augmentation de l'endettement en 2020 est plus importante sur les maturités courtes (cf. graphique et tableau a). Toutefois, cette évolution recouvre une hétérogénéité des comportements d'endettement des grands groupes, dont rend compte le tableau b : le taux de croissance de la dette recule sur toutes les maturités pour les groupes appartenant au premier quartile, tandis que le taux de croissance de la dette augmente fortement sur toutes les maturités pour les groupes appartenant au troisième quartile.

Structure de la dette des grands groupes

(en % du total de bilan)



Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

Ta Taux de croissance de la dette par maturité

(en %)

	Année d'arrêt		
	2018	2019	2020
Trésorerie brute	- 2	1	39
Total dettes financières	8	25	9
Dettes < 1 an	17	25	15
Dettes de 1 à 5 ans	9	27	10
Dettes > 5 ans	5	28	4

Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

Tb Taux de croissance de la dette par maturité pour 2020

(en %)

	Année 2020	
	Premier quartile	Troisième quartile
Trésorerie brute	12	58
Total dettes financières	- 3	18
Dettes < 1 an	- 10	23
Dettes de 1 à 5 ans	- 2	14
Dettes > 5 ans	- 9	30

Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

Les données sectorielles présentent une forte hétérogénéité : le taux de croissance de la trésorerie brute est négatif pour le transport et entreposage, et quasi nul pour l'hébergement-restauration, l'information et la communication. Les deux secteurs les plus touchés par la crise, l'hébergement-restauration et le transport-entreposage enregistrent, de plus, une croissance de la dette très élevée montrant leur fragilité, notamment, + 75% sur la maturité de 1 à 5 ans pour l'hébergement-restauration et + 55% sur une maturité inférieure à 1 an pour les transports et entreposage. À l'inverse, les secteurs du commerce et des conseils et services aux entreprises réduisent leur endettement, notamment avec une baisse de 28% pour les conseils et services aux entreprises sur la maturité supérieure à 5 ans (cf. tableau c), sans que leur trésorerie en soit diminuée.

.../...

¹ Doucinet, Ly et Torre (2021).



Tc Évolution de la dette financière et de la trésorerie des grands groupes par secteur

(taux de croissance moyens en %)

	Trésorerie	Dettes financières	Année 2020		
			Dettes < 1 an	Dettes de 1 à 5 ans	Dettes > 5 ans
Toutes industries	48,7	11,7	19,3	10,6	3,8
Activités immobilières	32,0	6,4	18,3	- 0,1	3,6
Agriculture, sylviculture et pêche	4,2	8,6	138,2	- 44,4	43,0
Commerce	32,1	- 2,2	- 4,1	9,7	- 2,1
Conseils et services aux entreprises	33,4	- 9,6	- 2,1	- 4,0	- 28,2
Construction	27,3	3,2	- 15,1	7,6	21,2
Enseignement, santé et autres	127,8	46,7	56,4	12,5	19,3
Hébergement et restauration	1,4	46,6	35,9	74,3	33,5
Information et communication	0,7	1,2	17,1	0,1	- 8,8
Transports et entreposage	- 13,1	17,5	55,8	5,4	18,6
Total	38,7	8,6	14,6	9,6	3,5

Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

total des dettes (cf. graphique 10). La part importante du financement de marché chez les grands groupes les a rendus particulièrement robustes face aux chocs de trésorerie engendrés par la crise, sans qu'ils aient eu à recourir aux prêts bancaires.

Par secteur, cette diminution de la part des financements bancaires est particulièrement importante pour l'hébergement-restauration (de 45 % en 2019 à 17 % en 2020) et les transports (de 53 % à 28 %, cf. annexe 2). Il est possible que les grands groupes

de ces secteurs aient rencontré plus de difficultés à obtenir des financements bancaires mais aussi qu'ils aient préféré recourir à des financements de marché, à des conditions plus favorables⁸.

La capacité à rembourser l'endettement se dégrade, ponctuellement, en 2020

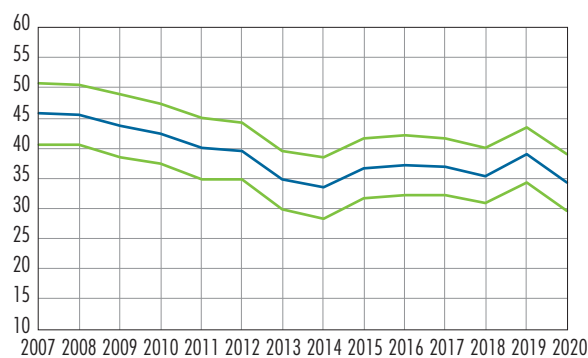
Deux ratios permettent d'analyser la soutenabilité de l'endettement : le ratio d'autonomie financière ou de couverture des intérêts et le ratio de durée de remboursement de la dette. Le ratio d'autonomie financière, pris comme approximation du risque de crédit (Acharya, Davydenko et Strebulaev, 2012), est calculé comme le rapport entre le résultat d'exploitation (EBIT) et les frais financiers nets des produits financiers. Plus le ratio est faible et plus le risque de crédit est élevé. Le risque de crédit était élevé au moment de la crise financière de 2008. Après une diminution continue de 2014 à 2019, le risque de crédit recommence à augmenter en 2020, le ratio passant de 10,8 à 8,3 en lien avec la dégradation du résultat d'exploitation (cf. graphique 11a). Ce ratio reste cependant encore assez élevé.

Le ratio de la durée de remboursement de la dette est calculé comme le rapport de la dette nette de la trésorerie sur le résultat d'exploitation (EBITDA). À l'inverse du ratio d'autonomie financière, plus le niveau du ratio est élevé

G10 Ratio d'endettement bancaire

(en % de l'endettement financier total)

— Dettes bancaires / endettement financier
— Indicateur de dispersion des données à 99 %



Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021)

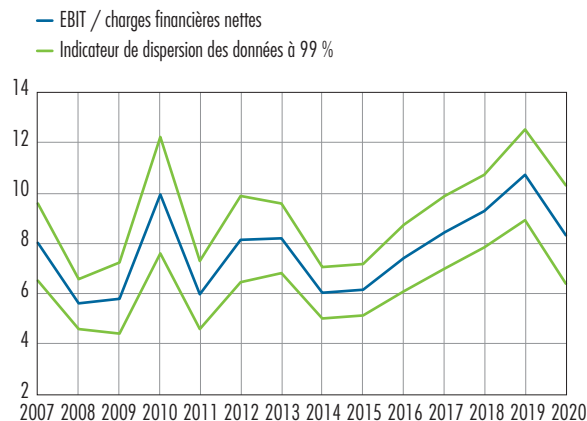
8 Cf. « Financement des sociétés non financières », *Stat Info*, Banque de France, octobre 2021.



G11 Autonomie financière des grands groupes

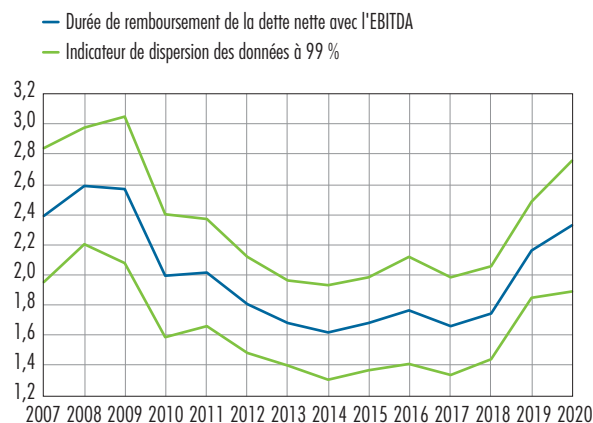
a) Ratio de couverture des intérêts

(EBIT / charges financières nettes)



b) Durée de remboursement de la dette nette

(en années d'EBITDA)



Note : EBIT, bénéfices avant intérêts et impôts ; EBITDA, bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements.

Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

et plus la situation des grands groupes apparaît fragile. Avec la hausse de l'endettement et la baisse de l'activité, la durée de remboursement des grands groupes s'est à nouveau dégradée en 2020 pour rejoindre les niveaux de la crise financière de 2008 (cf. graphique 11 b).

Il est à noter que ces deux ratios sont calculés avec les données instantanées de l'année sous revue, et ne revêtent pas de caractère prédictif. Les ratios résultent donc du niveau ponctuellement bas des résultats

en 2020. La reprise en 2021 et, au moins pour les grandes entreprises, une tendance au désendettement bancaire⁹, conduisent à anticiper toutefois une situation plus favorable à moyen et long terme. La soutenabilité de la dette des grands groupes dépend ainsi des conditions de la sortie de crise et de leur capacité à retrouver leur niveau d'activité et leur rentabilité ce dont ne semblent pas douter les grands groupes comme en témoigne le maintien, malgré les soubresauts de la crise sanitaire, de leurs dépenses d'investissement.

⁹ Cf. « Crédits par taille d'entreprise – août 2021 », *Stat Info*, Banque de France, octobre 2021.



Bibliographie

Acharya (V.), Davydenko (S. A.) et Strebulaev (I. A.) (2012)
« Cash holdings and credit risk », *The Review of Financial Studies*, vol. 25, n° 12, p. 3572-3609.

Blanchard (O.), Philippon (T.) et Pisani-Ferry (J.) (2020)
« A new policy toolkit is needed as countries exit COVID-19 lockdowns », *Policy Brief*, Peterson Institute for International Economics, juin.

Bureau (B.), Duquerroy (A.), Giorgi (J.), Lé (M.), Scott (S.) et Vinas (F.) (2021a)
« Une année de crise Covid : impact sur la dynamique de l'activité des entreprises en France. Une évaluation sur données individuelles », *Document de travail Banque de France n° 823/Document de travail Insee n° 2021-002*, juillet.
[Télécharger le document](#)

Bureau (B.), Duquerroy (A.), Giorgi (J.), Lé (M.), Scott (S.) et Vinas (F.) (2021b)
« L'impact de la crise sanitaire sur la situation financière des entreprises en 2020 : une analyse sur données individuelles », *Document de travail Banque de France n° 824/Document de travail Insee n° 2021-003*, juillet.
[Télécharger le document](#)

Bureau (B.) et Py (L.) (2021)
« Crise sanitaire : les entreprises françaises ont préservé leur capacité de remboursement en 2020 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 238/6, novembre-décembre.
[Télécharger le document](#)

Charasson-Jasson (H.) (2019)
« Le recours croissant des grands groupes français à l'endettement : une stratégie de financement qui montre ses limites », *Bulletin de la Banque de France*, n° 226/4, novembre-décembre.
[Télécharger le document](#)

Chatelais (N.) (2021)
« Covid-19 et divergence de baisses de PIB entre Europe et États-Unis », *Bloc-Notes Éco*, billet n° 229, Banque de France, septembre.
[Télécharger le document](#)

Demmou (L.), Franco (G.), Calligaris (S.) et Dlugosch (D.) (2020)

« Insolvency and debt overhang following the COVID-19 outbreak: assessment of risks and policy responses », *OECD Working Papers*, Organisation de coopération et de développement économiques.

Doucinet (V.), Ly (D.) et Torre (G.) (2021)
« L'impact différencié de la crise sur la situation financière des entreprises », *Bloc-Notes Éco*, billet n° 219, Banque de France, juin.
[Télécharger le document](#)

Gonzalez (O.) (2021)
« La crise de la Covid-19 interrompt la dynamique de baisse des délais de paiement de 2019 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 233/2, janvier-février 2021.
[Télécharger le document](#)

Martin (P.), Pisani-Ferry (J.) et Ragot (X.) (2020)
« Une stratégie économique face à la crise », *Notes du Conseil d'analyse économique*, vol. 57, n° 3, p. 1-12.

Organisation de coopération et de développement économiques – OCDE (2020)
« Corporate sector vulnerabilities during the COVID-19 outbreak: assessment and policies responses », *OECD Tackling Coronavirus*, mai.

Santioni (R.), Schiantarelli (F.) et Strahan (P. E.) (2019)
« Internal capital markets in times of crisis: the benefit of group affiliation », *Unpublished Working Paper*.

Vinas (F.) (2020)
« Une forte hausse des encours de crédits aux entreprises en France au premier semestre 2020 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 232/7, novembre-décembre.
[Télécharger le document](#)



Annexe 1

Données et méthodologie

1 Les données

Les données sont issues des comptes consolidés des grands groupes français non financiers privés. Elles proviennent de la base FIBEN de la Banque de France sur les comptes consolidés. Les tailles des groupes sont calculées en appliquant les critères de la loi de modernisation de l'économie (LME) relatifs à l'effectif (plus de 5 000 salariés), au chiffre d'affaires (supérieur à 1,5 milliard d'euros) et à la taille de bilan (supérieur à 2 milliards d'euros).

Si l'analyse des comptes consolidés des groupes permet d'écarter le problème des flux intragroupes, elle n'exclut cependant pas le risque de doubles comptes dans les travaux statistiques. En effet, la consolidation peut être faite par paliers, avec par exemple la consolidation des comptes d'une sous-filiale avec la filiale, le compte consolidé du sous-groupe ainsi obtenu étant ensuite lui-même consolidé avec le compte de la maison-mère. Pour éviter cet écueil, les travaux se concentrent en premier lieu sur les comptes consolidés au plus haut niveau de consolidation.

On obtient ainsi une population d'étude qui compte notamment 266 grands groupes non financiers privés en 2018 et 2019. En 2020, les données sont arrêtées aux groupes dont les bilans ont été communiqués avant le 31 août 2021 soit un total de 238 grands groupes non financiers privés. Avant 2010, le nombre de grands groupes progresse chronologiquement de 150 à 200. La croissance du nombre de grands groupes avec le temps résulte d'une plus grande concentration au sein d'un même groupe de la chaîne de production et d'opérations de fusion-acquisition qui amènent les groupes à remplir l'un des deux critères énoncés pour la classification en grand groupe, ainsi que de l'élargissement de la cotation.

2 Méthodologie de calcul des ratios

Les moyennes des ratios économiques et comptables sont calculées en pondérant par le chiffre d'affaires de chaque groupe, afin de refléter le poids en matière d'importance du groupe dans l'économie. Du fait de la pandémie, cette vision agrégée reste limitée pour comprendre certains mouvements qui ont pu être différenciés selon les secteurs économiques. Le regroupement des grands groupes par secteurs est présenté, selon les indicateurs, sur les trois dernières années pour permettre d'évaluer l'hétérogénéité intergroupe.

Les postes et ratios comptables sont constitués à partir des données comptables saisies dans les bilans consolidés utilisant les normes françaises ou les normes IFRS. Alors que les bilans en normes IFRS sont quasi inexistantes avant 2005, à partir de 2005 les grands groupes cotés ont l'obligation d'effectuer leurs comptes selon les normes IFRS. Les autres groupes restent libres de déclarer en normes françaises ou IFRS. La répartition des déclarations continue ensuite à évoluer vers un plus grand nombre de déclarants en normes IFRS. Ainsi, en 2006, 67% des comptes étaient déclarés en normes IFRS ; en 2018, 75% des comptes étaient déclarés en normes IFRS tandis qu'en 2019, ces déclarations atteignent presque 80%. La déclaration dans deux formats comptables différents nécessite un travail de réconciliation des comptes qui est effectué selon la méthode Banque de France de reconstruction de postes et de ratios homogènes pour les deux méthodes comptables, en fonction de l'information disponible dans les comptes respectifs.

Des traitements statistiques vont éliminer les valeurs aberrantes et les valeurs extrêmes. La méthode retenue consiste à éliminer les valeurs supérieures ou inférieures



à ± 3 écarts entre le premier et le troisième quartile, ce qui est généralement considéré comme l'élimination de valeurs très extrêmes ; un coefficient multiplicateur de $\pm 1,5$ peut être fréquent dans ce type de traitement. Le choix ici de ± 3 écarts de quartiles est corrélatif au souhait d'avoir une population la plus large possible tout en éliminant de possibles valeurs aberrantes.

Pour le traitement des valeurs manquantes, les groupes pour lesquels les données sont collectées sont ceux dont le poste des capitaux propres est

présent. Ensuite, les données de bilan et de compte de résultat peuvent être remplies ou pas pour les postes observés. Lorsque le groupe a une donnée manquante, elle n'est pas prise en compte pour l'année concernée dans le calcul de la moyenne, des indices de dispersion et des autres indicateurs statistiques. Si la donnée est servie l'année suivante, elle est utilisée. Ce choix est cohérent avec le choix, par ailleurs, d'une absence de cylindrage des données au vu de la croissance du nombre de grands groupes entre 2007 et 2020.



Annexe 2

Données par secteur d'activité

TA1 Évolution du chiffre d'affaires annuel

(en %, taux de croissance annuels moyens)

	2018	2019	2020
Toutes industries	6,3	3,7	- 14,0
Activités immobilières	13,8	11,2	- 3,4
Agriculture, sylviculture et pêche	- 3,5	5,3	0,1
Commerce	1,0	0,4	- 6,1
Conseils et services aux entreprises	6,5	8,7	- 6,5
Construction	9,2	9,0	- 8,1
Enseignement, santé et autres	6,9	7,7	- 1,2
Hébergement et restauration	0,0	8,2	- 13,6
Information et communication	6,8	5,8	1,0
Transports et entreposage	5,0	10,5	- 6,0
Ensemble des secteurs	5,4	4,4	- 10,0

Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

TA4 Taux d'investissement

(en % de la valeur ajoutée)

	2018	2019	2020
Toutes industries	22,9	22,6	23,6
Activités immobilières	2,3	12,6	- 23,9
Agriculture, sylviculture et pêche	19,2	17,0	17,0
Commerce	14,1	10,8	10,5
Conseils et services aux entreprises	5,6	4,3	3,5
Construction	14,6	17,4	13,0
Enseignement, santé et autres	7,9	11,2	13,4
Hébergement et restauration	4,7	2,0	3,8
Information et communication	17,2	15,0	18,0
Transports et entreposage	13,0	16,7	23,8
Ensemble des secteurs	17,6	17,0	17,2

Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

TA2 Rentabilité économique

(en %)

	2018	2019	2020
Toutes industries	8,3	6,9	4,2
Activités immobilières	3,0	3,5	2,6
Agriculture, sylviculture et pêche	4,3	3,8	3,3
Commerce	6,5	5,9	6,6
Conseils et services aux entreprises	8,1	7,0	5,4
Construction	7,2	6,6	3,9
Enseignement, santé et autres	5,1	9,5	8,4
Hébergement et restauration	6,0	9,6	3,0
Information et communication	6,1	5,7	6,0
Transports et entreposage	5,5	5,0	- 0,9
Ensemble des secteurs	7,5	6,6	4,6

Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

TA5 Ratio de trésorerie nette

(en % des capitaux propres)

	2018	2019	2020
Toutes industries	15,0	14,4	32,4
Activités immobilières	9,9	14,5	33,8
Agriculture, sylviculture et pêche	15,0	16,7	18,4
Commerce	17,1	22,7	34,3
Conseils et services aux entreprises	18,0	26,6	46,6
Construction	43,5	45,1	64,9
Enseignement, santé et autres	23,1	28,0	61,6
Hébergement et restauration	35,6	20,0	24,4
Information et communication	20,7	20,4	27,9
Transports et entreposage	21,6	24,1	46,4
Ensemble des secteurs	18,6	20,3	37,5

Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

TA3 Besoin en fonds de roulement

(en jours de chiffre d'affaires)

	2018	2019	2020
Toutes industries	9,1	9,5	6,3
Activités immobilières	10,4	9,4	6,4
Agriculture, sylviculture et pêche	18,1	17,6	17,8
Commerce	6,9	5,5	6,1
Conseils et services aux entreprises	7,8	7,1	4,4
Construction	2,7	3,6	0,3
Enseignement, santé et autres	- 11,4	- 9,9	- 9,9
Hébergement et restauration	- 7,2	- 4,6	- 3,4
Information et communication	1,7	0,6	- 0,5
Transports et entreposage	- 5,1	- 4,5	- 7,5
Ensemble des secteurs	5,0	4,8	3,4

Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).

TA6 Ratio d'endettement bancaire

(en % de l'endettement financier total)

	2018	2019	2020
Toutes industries	26,3	32,6	27,7
Activités immobilières	61,2	55,9	57,6
Agriculture, sylviculture et pêche	53,5	45,6	50,9
Commerce	48,7	50,2	45,7
Conseils et services aux entreprises	54,5	64,2	56,9
Construction	39,4	35,7	40,5
Enseignement, santé et autres	84,2	64,0	68,5
Hébergement et restauration	50,3	44,6	16,9
Information et communication	39,5	31,5	32,4
Transports et entreposage	43,5	52,7	27,6
Ensemble des secteurs	35,5	38,9	34,3

Source : Banque de France, base FIBEN (données à fin août 2021).



Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Nelly Noulin

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

