



Rapport Final

Couverture de taux d'intérêts

AYMING

10 Juin 2025

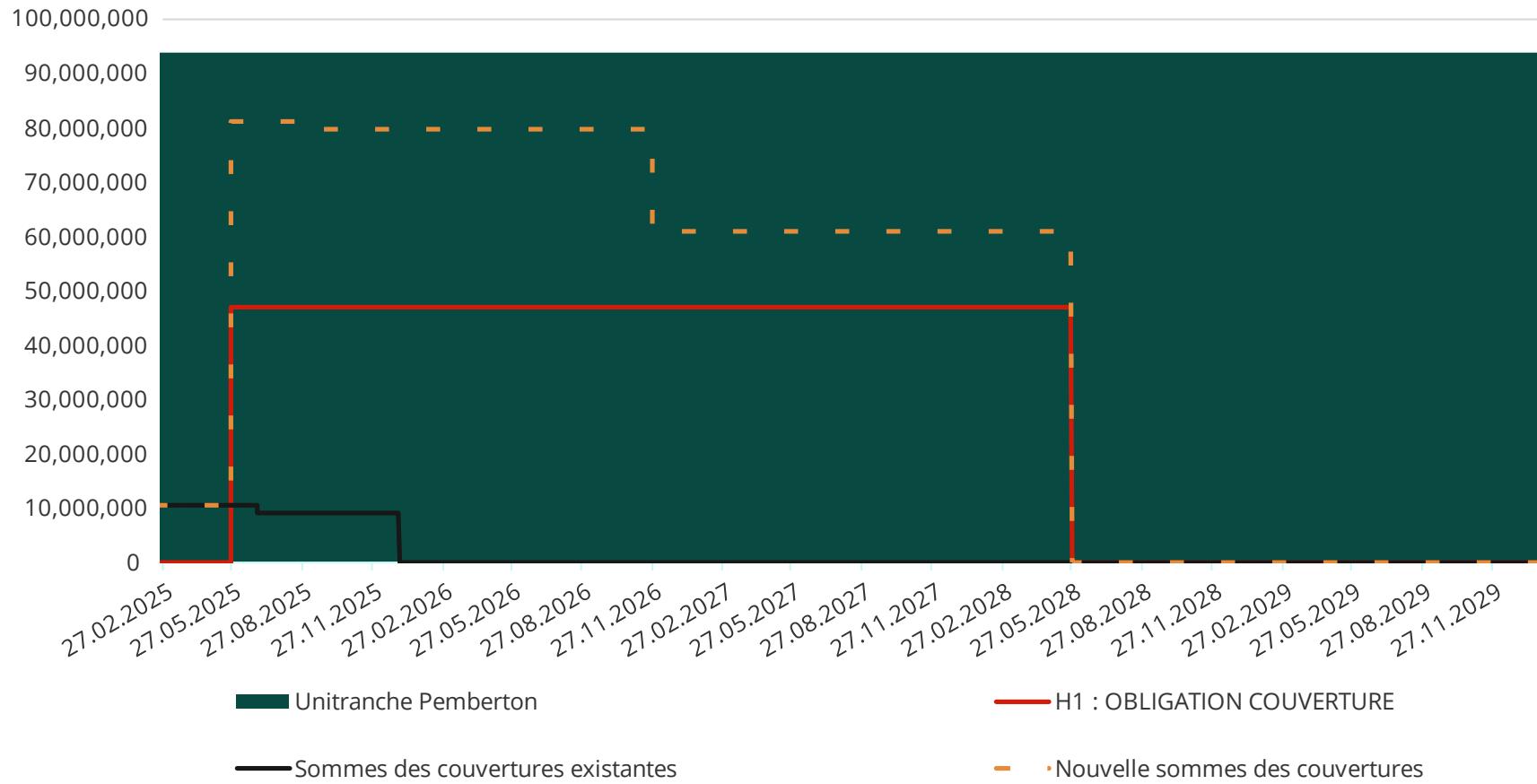


KERIUS Finance SAS
Conseiller en Investissements Financiers
Membre de l'ANACOFI CIF- Association agréée par l'AMF - ORIAS N° 13000716

Résumé des décisions prises

- Nouvelle couverture mise en place sur un horizon de 3 ans pour réduire la sensibilité du groupe aux variations de taux d'intérêts, y compris négatifs, avec un objectif de couverture Cash Flow Hedge (couverture de flux futurs).
- Un cap avec plafond (strike) à 2% a été mis en place pour limiter le taux de financement sur la partie couverte en complément des couvertures existantes. Ces produits prennent en compte le plancher à 0% sur les financements.
- L'ancienne couverture a été conservée et novée car elle correspond à l'objectif de couverture.

Cartographie après nouvelle couverture



Couverture traitée :
Achat Cap 2% à 3 ans.

Répartition bancaire :
BNP 100%.

Caractéristiques des dettes

Financements :

Prêteurs : Pemberton

Unitranche : €93'900'000, tirée le 14/02/2025, amortissement in fine, échéance 14/02/2030, floor 0% sur Euribor 3 mois + 4,75%.

CAPEX committed: €20'000'000, **non pris en compte dans l'analyse**

CAPEX uncommitted: €70'000'000, **non pris en compte dans l'analyse**

Obligation de couverture :

The Issuer shall implement, as soon as reasonably practicable, and in any event within six (6) Months after the Initial Issue Date; and maintain, for a period of at least three (3) years after the Closing Date, hedging arrangements, by way of ISDA/FBF documentation, in respect of not less than fifty per cent. (50 %) of the aggregate principal amount of the Bonds.

→ 14/08/2025

Banques de couverture: BNP, LCL, BP.

Couvertures existantes :

SWAP 3.04% LCL : départ 30/12/2022, échéance 31/12/2025, amortissement spécifique, notionnel €16'500'000. Détenue par **FL AYMING**.

Novation de FL AYMING vers AYMING DEVELOPPEMENT.

En cas de couverture d'un crédit qui n'est pas encore tiré à la date de couverture : vérifier que le contrat le permet ou demander l'autorisation à la Banque arrangeuse car il est généralement interdit de couvrir plus de 100% des dettes tirées.

Détail de la couverture réalisée

Cap à prime lissée :

Banque : BNP

Cours d'exercice : 2% (strike / taux plafond)

Date de transaction : 26/05/2025

Date de début : 27/05/2025

Date de fin : 27/05/2028

Index : Euribor 3 Mois

Base : Actual/360

Nominal de départ : €70'815'000 amortissements spécifique, cf. tableau en annexe

Prime annuelle à payer trimestriellement jusqu'au 27/05/2028: **0.2825%**, correspondant à une prime payée à la mise en place (up-front) de **593'804€**.

Primes à payer

Couverture BNP

Fixing	Début	Fin	Paiement	Notionnel	Prime à payer	Restant à payer en cas de débouclement
23.05.2025	27.05.2025	27.08.2025	27.08.2025	70,815,000	51,124	-542,680
25.08.2025	27.08.2025	27.11.2025	27.11.2025	70,815,000	51,124	-491,555
25.11.2025	27.11.2025	27.02.2026	27.02.2026	79,815,000	57,622	-433,933
25.02.2026	27.02.2026	27.05.2026	27.05.2026	79,815,000	55,743	-378,190
25.05.2026	27.05.2026	27.08.2026	27.08.2026	79,815,000	57,622	-320,568
25.08.2026	27.08.2026	27.11.2026	27.11.2026	79,815,000	57,622	-262,946
25.11.2026	27.11.2026	26.02.2027	26.02.2027	61,035,000	43,585	-219,361
24.02.2027	26.02.2027	27.05.2027	27.05.2027	61,035,000	43,106	-176,256
25.05.2027	27.05.2027	27.08.2027	27.08.2027	61,035,000	44,064	-132,192
25.08.2027	27.08.2027	29.11.2027	29.11.2027	61,035,000	45,022	-87,170
25.11.2027	29.11.2027	28.02.2028	28.02.2028	61,035,000	43,585	-43,585
24.02.2028	28.02.2028	29.05.2028	29.05.2028	61,035,000	43,585	0

Prime lissée

0.28%

Total à payer

593,804

Tableaux d'amortissement

DATE FIXING	DATE DEPART	DATE FIN	DATE PAIEMENT	Unitranche Pemberton		TOTAL DETTE	COUVERTURE EXISTANTE Totale	H1 : OBLIGATION COUVERTURE	Minimum restant à couvrir	Couverture traitée
				Amort.	CRD					
12.02.2025	14.02.2025	27.05.2025	27.05.2025	0	93,900,000	93,900,000	10,500,000	0	0	0
23.05.2025	27.05.2025	27.08.2025	27.08.2025	0	93,900,000	93,900,000	10,500,000	0	0	70,815,000
25.08.2025	27.08.2025	27.11.2025	27.11.2025	0	93,900,000	93,900,000	9,000,000	46,950,000	37,950,000	70,815,000
25.11.2025	27.11.2025	27.02.2026	27.02.2026	0	93,900,000	93,900,000	0	46,950,000	46,950,000	79,815,000
25.02.2026	27.02.2026	27.05.2026	27.05.2026	0	93,900,000	93,900,000	0	46,950,000	46,950,000	79,815,000
25.05.2026	27.05.2026	27.08.2026	27.08.2026	0	93,900,000	93,900,000	0	46,950,000	46,950,000	79,815,000
25.08.2026	27.08.2026	27.11.2026	27.11.2026	0	93,900,000	93,900,000	0	46,950,000	46,950,000	79,815,000
25.11.2026	27.11.2026	26.02.2027	26.02.2027	0	93,900,000	93,900,000	0	46,950,000	46,950,000	61,035,000
24.02.2027	26.02.2027	27.05.2027	27.05.2027	0	93,900,000	93,900,000	0	46,950,000	46,950,000	61,035,000
25.05.2027	27.05.2027	27.08.2027	27.08.2027	0	93,900,000	93,900,000	0	46,950,000	46,950,000	61,035,000
25.08.2027	27.08.2027	29.11.2027	29.11.2027	0	93,900,000	93,900,000	0	46,950,000	46,950,000	61,035,000
25.11.2027	29.11.2027	28.02.2028	28.02.2028	0	93,900,000	93,900,000	0	46,950,000	46,950,000	61,035,000
24.02.2028	28.02.2028	29.05.2028	29.05.2028	0	93,900,000	93,900,000	0	46,950,000	46,950,000	61,035,000
25.05.2028	29.05.2028	28.08.2028	28.08.2028	0	93,900,000	93,900,000	0	46,950,000	46,950,000	61,035,000
24.08.2028	28.08.2028	27.11.2028	27.11.2028	0	93,900,000	93,900,000	0	0	0	0
23.11.2028	27.11.2028	27.02.2029	27.02.2029	0	93,900,000	93,900,000	0	0	0	0
23.02.2029	27.02.2029	28.05.2029	28.05.2029	0	93,900,000	93,900,000	0	0	0	0
24.05.2029	28.05.2029	27.08.2029	27.08.2029	0	93,900,000	93,900,000	0	0	0	0
23.08.2029	27.08.2029	27.11.2029	27.11.2029	0	93,900,000	93,900,000	0	0	0	0
23.11.2029	27.11.2029	14.02.2030	14.02.2030	0	93,900,000	93,900,000	0	0	0	0
12.02.2030	14.02.2030	27.02.2030	27.02.2030	93,900,000	0	0	0	0	0	0
Période brisée										

Analyse de Retour sur Investissement

Outre les aspects qualitatifs (analyses et choix de la stratégie la plus adaptée) et le gain de temps durant le processus, la prestation de KERIUS Finance a permis de générer les économies suivantes en permettant d'obtenir un taux de couverture inférieur à la pratique habituelle des banques pour ce montant :

Valeur 1 BP	20,986
BNP	
Economies totales	152,794
Taux/Prix sans marge bancaire	535,783
Prix avec marge bancaire standard *	745,640
Marge bancaire standard (10 points de base) *	209,857
Prix final	592,846
Marge finale	57,063

* La marge standard prise par les banques dans ce contexte est de 10 à 15 points de base sur un taux ou une prime lissée par rapport au taux/prix sans marge utilisé ci-dessus. Une marge de 10 points de base est utilisée pour cette comparaison.

Les économies totales sont réalisées en trois étapes de manière "coopérative" avec la banque:

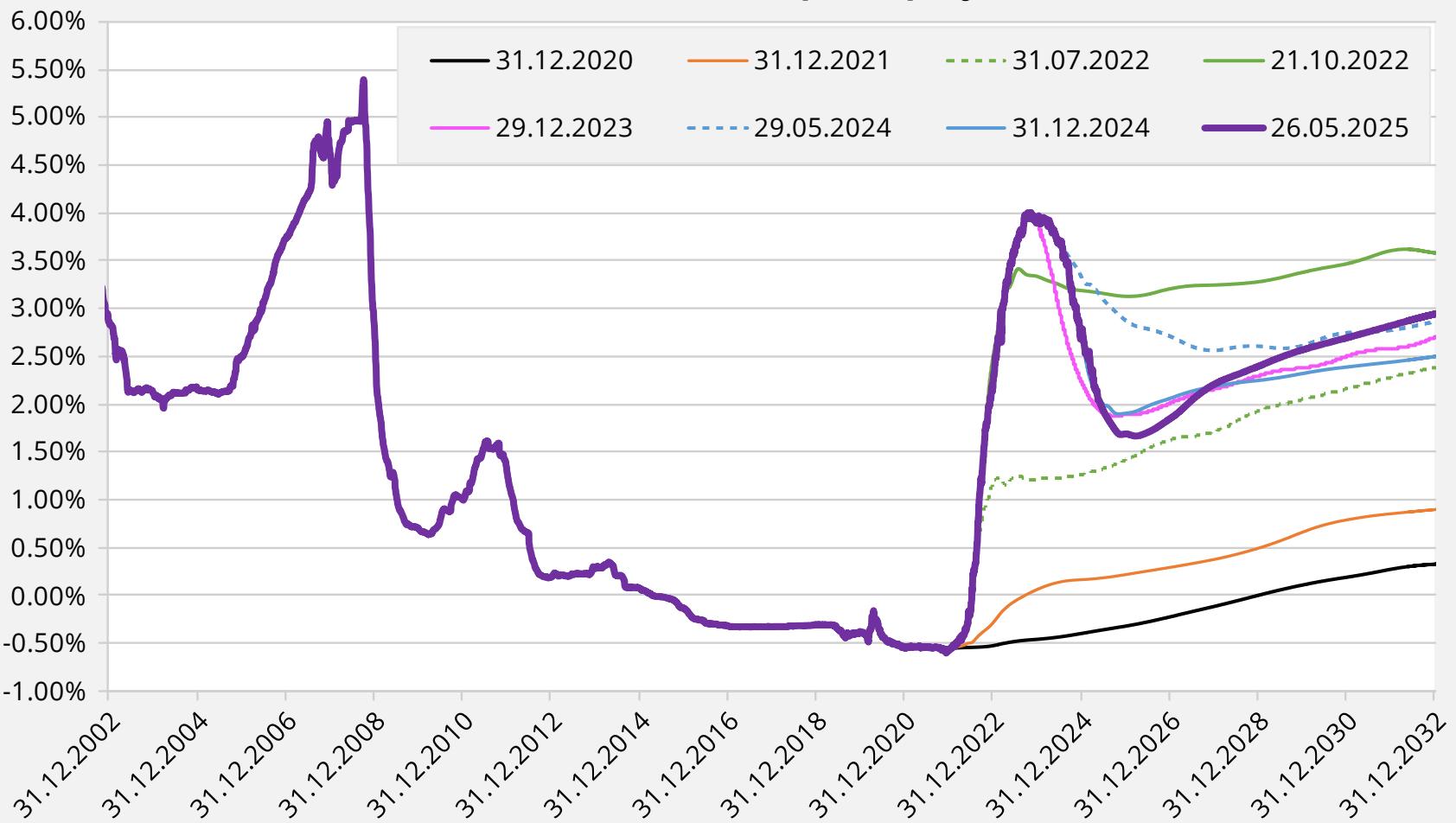
- Choix du produit optimal: des produits similaires sont souvent "margés" différemment (notamment swap flooré vs cap 0%)
- Négociations préliminaires avant cotations de sélection (explication de la méthode KERIUS et de la marge cible pour être sélectionné)
- Négociation finale en fin de processus

Annexes

- Données de marché : Euribor historique et projeté
- Rappel: Extrait de rapports d'analyse et simulations
- Clauses contractuelles
- Rappel : différents types de couverture

Données de marché (26/05/2025)

Euribor 3M historique et projeté



Rapport Taux N°1

Couverture de taux d'intérêts

AYMING

31 mars 2025



KERIUS Finance SAS

Conseiller en Investissements Financiers

Membre de l'ANACOFI CIF- Association agréée par l'AMF - ORIAS N° 13000716

Objectifs et contenu de la présentation

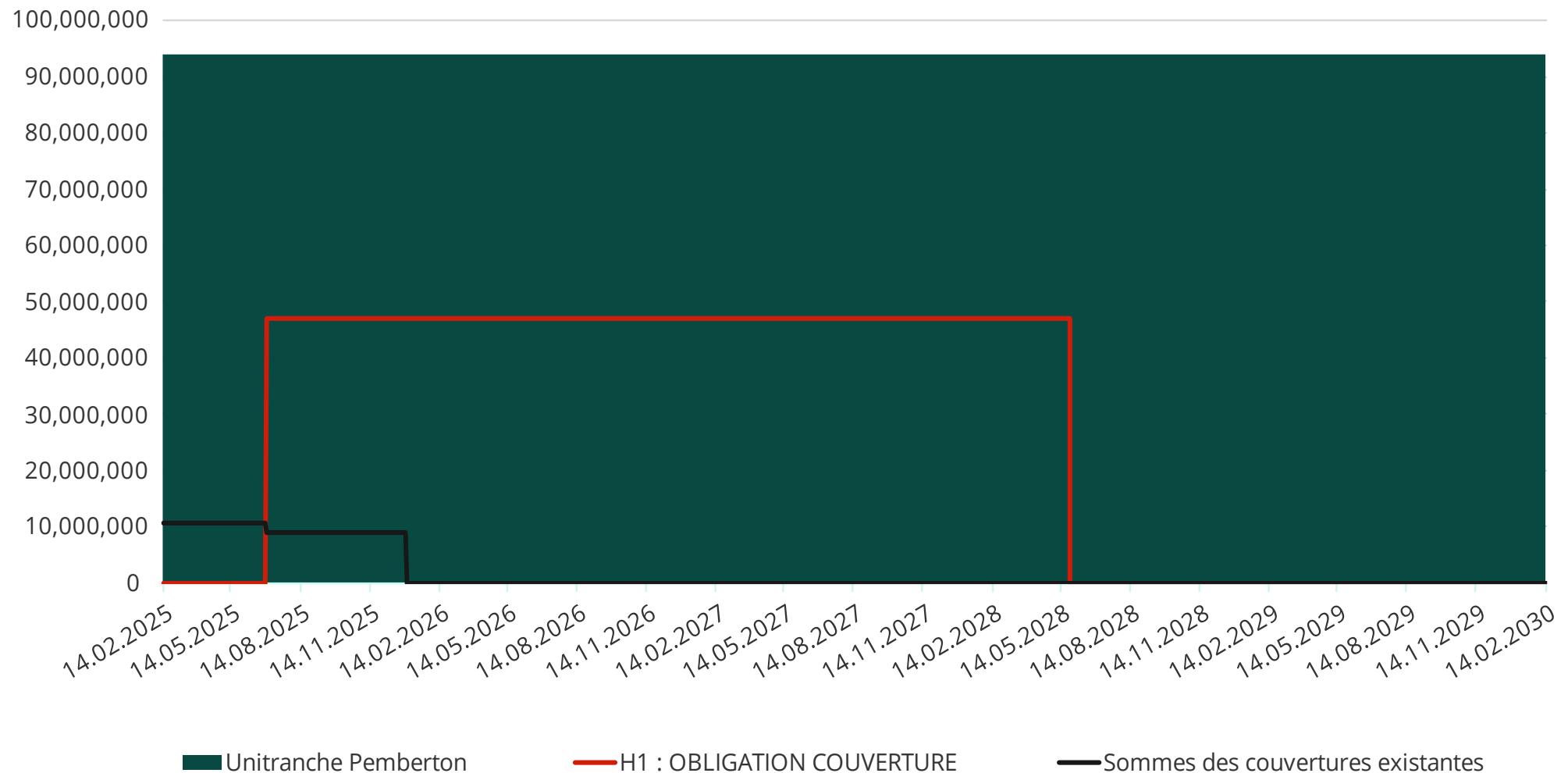
Objectif :

- Parcourir différentes solutions de couverture afin d'affiner une stratégie.

Contenu du document

- Hypothèses de travail : caractéristiques de la dette
- Données de marché
- Différents types de stratégie et niveau de couverture envisageable
- Simulation des frais financiers
- Tableau d'amortissement
- Etapes suivantes
- Annexes:
 - Valorisation des couvertures existantes
 - Courbes des Euribor utilisés pour les simulations de frais financiers
 - Clauses contractuelles
 - Fiches produits

Extrait des rapports d'analyse produits durant la mission
Cartographie des dettes



Caractéristiques des dettes

Financements :

Prêteurs : Pemberton

Unitranche : €93'900'000, tirée le 14/02/2025, amortissement in fine, échéance 14/02/2030, floor 0% sur Euribor 3 mois + 4,75%.

CAPEX committed: €20'000'000, **non pris en compte dans l'analyse**

CAPEX uncommitted: €70'000'000, **non pris en compte dans l'analyse**

Obligation de couverture :

The Issuer shall implement, as soon as reasonably practicable, and in any event within six (6) Months after the Initial Issue Date; and maintain, for a period of at least three (3) years after the Closing Date, hedging arrangements, by way of ISDA/FBF documentation, in respect of not less than fifty per cent. (50 %) of the aggregate principal amount of the Bonds.

→ 14/08/2025

Banques de couverture: BNP, LCL, BP.

Couvertures existantes :

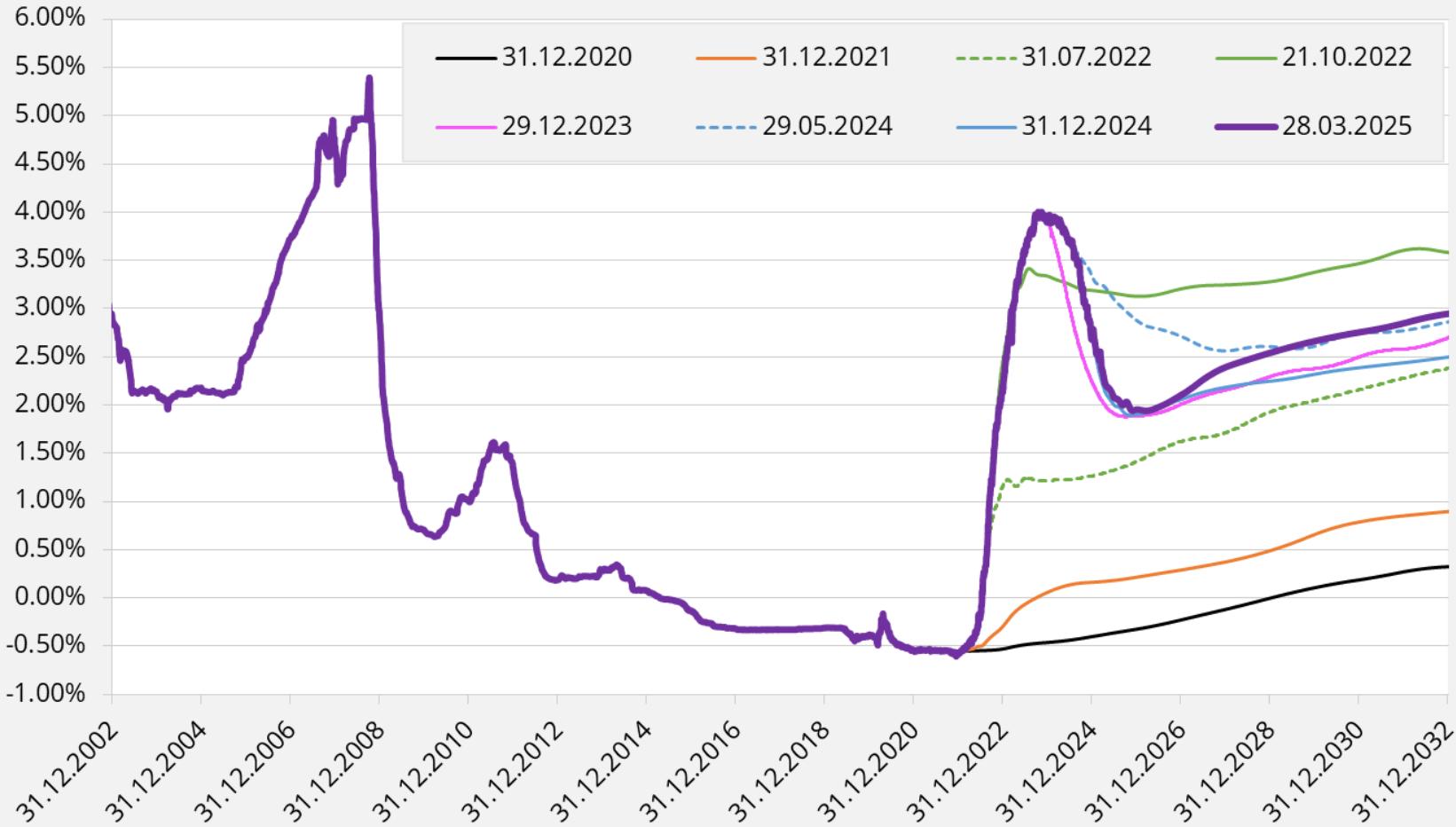
SWAP 3.04% LCL : départ 30/12/2022, échéance 31/12/2025, amortissement spécifique, notionnel €16'500'000. Détenue par **FL AYMING**.

Novation à prévoir.

En cas de couverture d'un crédit qui n'est pas encore tiré à la date de couverture : vérifier que le contrat le permet ou demander l'autorisation à la Banque arrangeuse car il est généralement interdit de couvrir plus de 100% des dettes tirées.

Données de marché

Euribor 3M historique et projeté

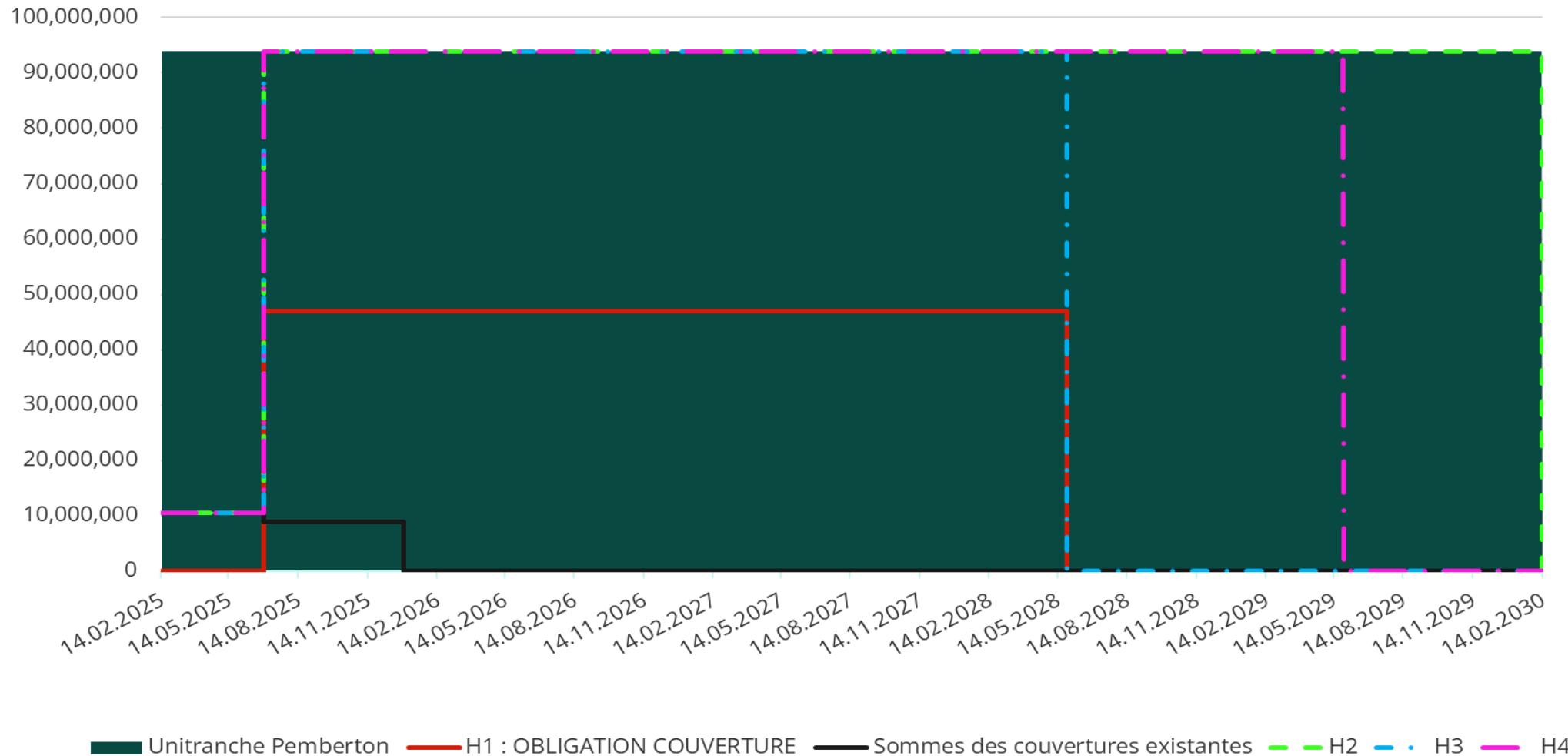


Les marchés sont actuellement très volatils et peuvent faire varier le prix des couvertures significativement.

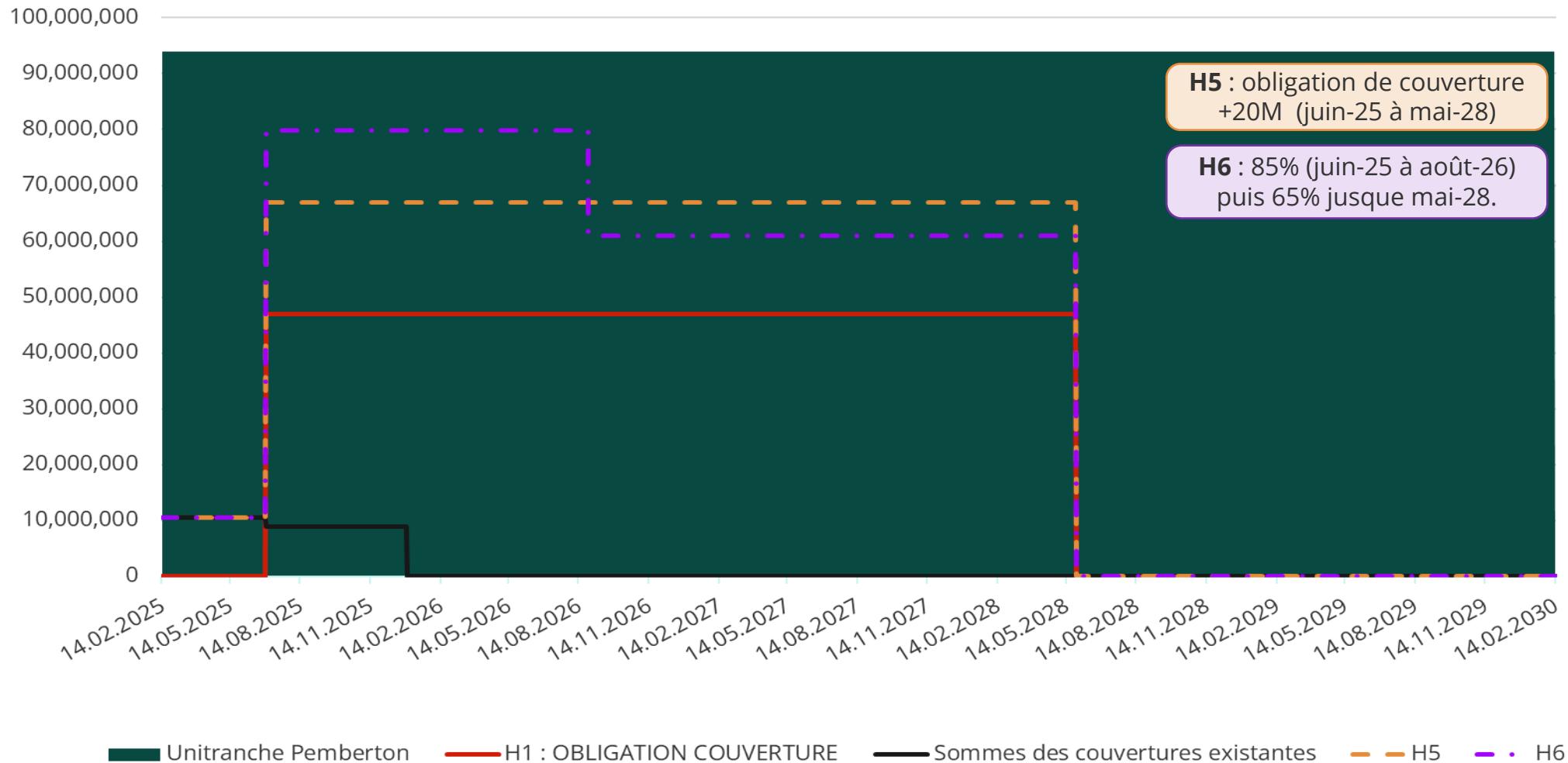
Le prix des couvertures bouge quotidiennement de +/-10 ou 15 points de base

Depuis le Covid, les services juridiques des banques sont saturés et les délais de mise en place ont été sensiblement rallongés. Plusieurs démarches ne peuvent être lancées qu'après le choix de la banque par le client. C'est pourquoi, il faut compter un délai entre 2 et 4 semaines entre l'appel d'offres et la mise en place de la couverture.

Nouvelles couvertures : Différents montants et horizons possibles



Nouvelles couvertures : Différents montants et horizons possibles



Produits non recommandés

COUVERTURE	H1 bis	H2 bis
Valeur 1bp en EUR	13,245	43,476
Swap sans Floor	2.07%	2.21%
Swap avec Floor	2.16%	2.32%

Les produits de couverture de taux d'intérêts sont nombreux. Il existe certains produits que nous ne recommandons pas ou plus pour différentes raisons, relatives à un problème d'efficacité ou de comptabilisation (parfois les deux sont liés) ou de rentabilité comparative. Des fiches « produits » sont disponibles en annexe de ce rapport afin de préciser les mécanismes et leurs avantages / inconvénients intrinsèques.

Voici une liste (non exhaustive) des produits que nous ne recommandons pas et les raisons :

▪ Swap de taux (simple et flooré) :

- Simple : toxique dans un contexte de taux négatif et donc peut être déqualifié et considéré comme produit spéculatif par les CAC de l'entreprise même en période de taux positifs, ce qui implique d'enregistrer les variations de valeur liquidative du produit en résultat financier à chaque clôture
- Flooré : marge bancaire accrue pour un produit équivalent au Cap 0%, mais vendu plus cher la plupart du temps pour des raisons propres aux banques

▪ Tunnel d'options (achat de cap / vente de floor) :

- Ne garantit pas un taux plafond en cas de taux négatifs car le financement intègre déjà un plancher/floor à 0%, qui induit une hausse du taux de financement global en cas de baisse des taux Euribor en zone négative. A ce titre, le produit peut être déqualifié et considéré comme produit spéculatif par les CAC de l'entreprise même en période de taux positifs (au même titre que le swap simple).

▪ Cap à barrière désactivante :

- Ne garantit pas un taux plafond, donc à ce titre n'est pas un produit de couverture et doit être considéré comme spéculatif par les CAC

▪ Cap à barrière activante :

- Marge bancaire accrue et produit intéressant sur des très gros montants seulement pour absorber les coûts bancaires additionnels

▪ Cap Spread (ex: achat de cap 1% / vente de cap 3%) :

- Ne garantit pas un taux plafond et n'est jamais un produit de couverture en cas de scénario de taux fortement défavorable, donc à ce titre peut être considéré comme spéculatif par les CAC.

Extrait des rapports d'analyse produits durant la mission
Produits recommandés

COUVERTURE	H1 bis*	H2 bis	H3 bis	H4 bis	H5 bis	H6 bis
	3 ans	4.75 ans	3 ans	4 ans	3 ans	3 ans
Durée						
Indice	Euribor 3M					
Notionnel départ	37,950,000	84,900,000	84,900,000	84,900,000	57,950,000	70,815,000
Début de période	30.06.2025	30.06.2025	30.06.2025	30.06.2025	30.06.2025	30.06.2025
Fin de période	27.05.2028	14.02.2030	27.05.2028	27.05.2029	27.05.2028	27.05.2028
Valeur 1bp en EUR	13,245	43,476	27,096	36,616	19,145	19,607

Marge bancaire estimée en points de base (BP) incluse dans les prix : **7 bps**

*bis : en complément de la couverture existante

H1 bis = H1 – couverture existante

Détail des stratégies:

H5 : obligation de couverture +20M (juin-25 à mai-28)

H6 : 85% (juin-25 à août-26) puis 65% jusque mai-28.

Prime d'option lissée						
Cap 0% annualisé	2.16%	2.32%	2.16%	2.26%	2.17%	2.15%
Taux financement Max	2.16%	2.32%	2.16%	2.26%	2.17%	2.15%
Cap 2% annualisé	0.49%	0.67%	0.48%	0.60%	0.49%	0.46%
Taux financement Max	2.49%	2.67%	2.48%	2.60%	2.49%	2.46%
Cap 2.5% annualisé	0.31%	0.47%	0.30%	0.40%	0.31%	0.29%
Taux financement Max	2.81%	2.97%	2.80%	2.90%	2.81%	2.79%
Cap 3% annualisé	0.21%	0.33%	0.21%	0.29%	0.21%	0.20%
Taux financement Max	3.21%	3.33%	3.21%	3.29%	3.21%	3.20%

Prime des options en EUR						
Cap 0%	2,767,900	9,565,600	5,662,700	7,919,600	4,008,800	4,078,600
Cap 2%	629,500	2,786,300	1,271,400	2,120,900	907,800	876,800
Cap 2.5%	395,800	1,922,000	795,100	1,419,300	569,800	542,700
Cap 3%	271,400	1,380,000	545,200	1,001,800	390,900	373,900

Cotations indicatives

Voir comparaison des profils de couverture en annexe.

Cotations indicatives sans marge bancaire ou avec marge bancaire estimée. Une marge bancaire non négociée se situe généralement entre 0,10% et 0,20%.

Les marchés sont actuellement très volatils et peuvent faire varier ces prix significativement.

Tunnel : A noter que nous ne recommandons pas ce produit puisque le risque de perte est illimité car le financement est déjà flooré. En effet, le plancher du Tunnel doublonne celui du financement. Ceci engendre une perte en cas de baisse de taux ou de retour aux taux négatifs.

De plus, ce produit ne rentre pas dans le cadre de la comptabilité de couverture puisqu'il est considéré comme spéculatif.

Indications pour comparer les cotations entre elles:

- Le taux de swap représente le taux de financement de la partie couverte de la dette (hors problème spécifique du floor en cas de taux négatifs).
- La prime annualisée du cap représente le coût à payer sur la durée pour bénéficier du plafond (strike). Le taux de financement global est alors plafonné à strike + prime annualisée. Le cap permet de bénéficier de taux Euribor plus faibles que le strike, pour autant que le strike soit supérieur au plancher inclus dans le financement couvert.
- En cas de revente du cap avant échéance, la prime lissée non payée reste due, mais de ce montant sera déduit la valeur résiduelle (mark to market / fair value) du cap, qui peut excéder le montant de la prime restant due (par exemple si les taux ont monté).

Illustration des paiements en prime lissée : H5 Cap 2,5%

Fixing	Début	Fin	Paiement	Notionnel	Prime à payer	Restant à payer en cas de déboulement
26.06.2025	30.06.2025	27.08.2025	27.08.2025	57,950,000	27,733	-542,067
25.08.2025	27.08.2025	27.11.2025	27.11.2025	57,950,000	43,990	-498,077
25.11.2025	27.11.2025	27.02.2026	27.02.2026	57,950,000	43,990	-454,086
25.02.2026	27.02.2026	27.05.2026	27.05.2026	66,950,000	49,165	-404,921
25.05.2026	27.05.2026	27.08.2026	27.08.2026	66,950,000	50,822	-354,099
25.08.2026	27.08.2026	27.11.2026	27.11.2026	66,950,000	50,822	-303,277
25.11.2026	27.11.2026	26.02.2027	26.02.2027	66,950,000	50,270	-253,007
24.02.2027	26.02.2027	27.05.2027	27.05.2027	66,950,000	49,717	-203,289
25.05.2027	27.05.2027	27.08.2027	27.08.2027	66,950,000	50,822	-152,467
25.08.2027	27.08.2027	29.11.2027	29.11.2027	66,950,000	51,927	-100,540
25.11.2027	29.11.2027	28.02.2028	28.02.2028	66,950,000	50,270	-50,270
24.02.2028	28.02.2028	29.05.2028	29.05.2028	66,950,000	50,270	0

Prime lissée

0.31%

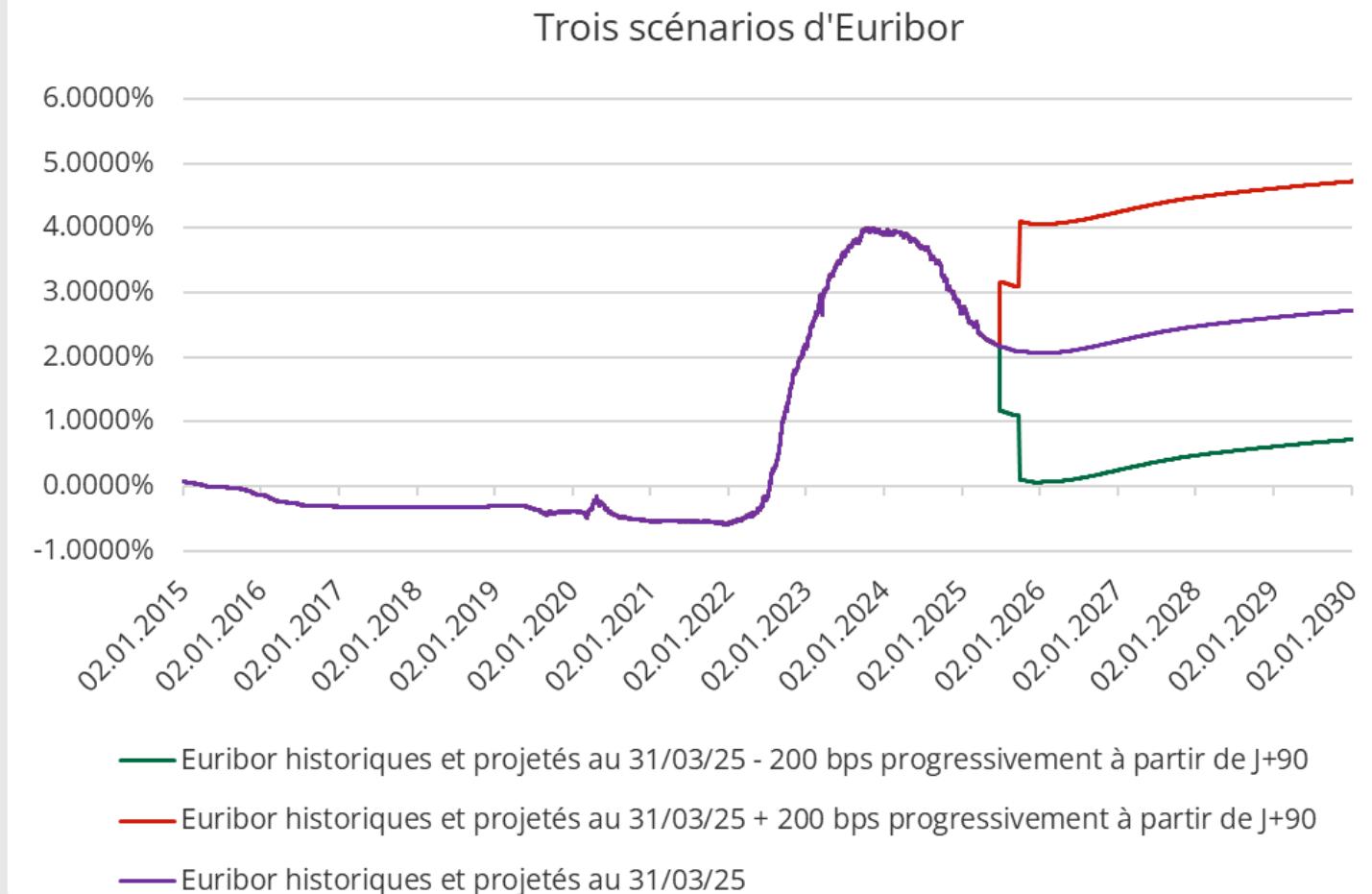
Total à payer

569,800

Simulation de frais financiers avec trois scénarios d'évolution des Euribor

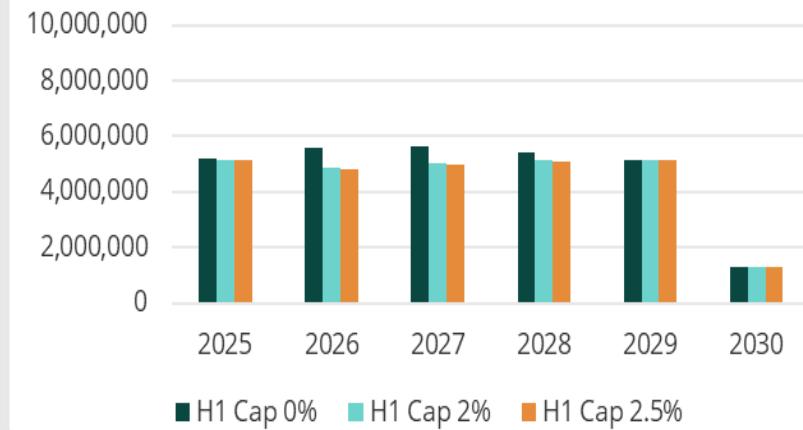
Toutes les simulations de frais financiers démarrent en **2025**.

Elles incluent la marge de crédit de **4.75%** (Unitranche Pemberton), l'impact de la variation des Euribor 3M, le coût de la couverture existante et le coût de la couverture à mettre en place.

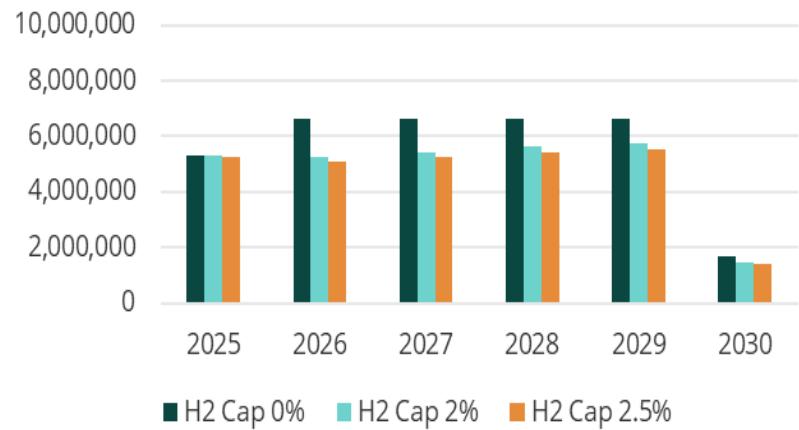


Extrait des rapports d'analyse produits durant la mission
Simulation frais financiers selon la courbe des Euribor projetés -2%

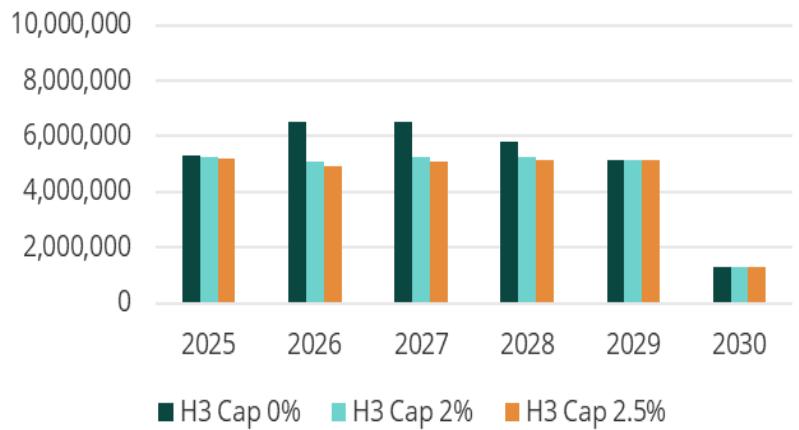
STRATEGIE H1



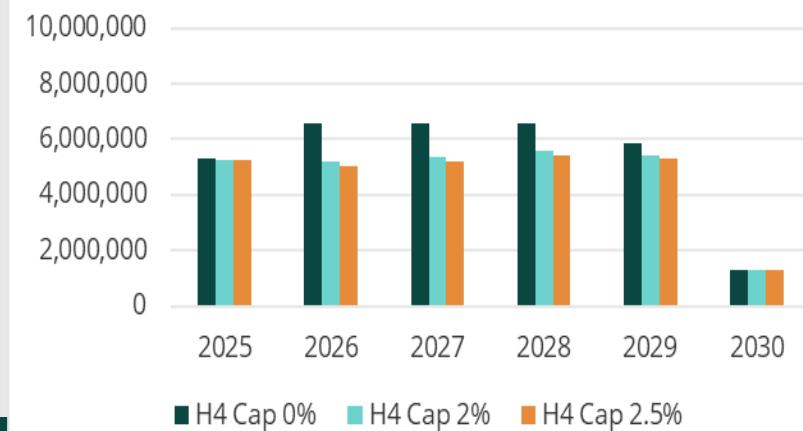
STRATEGIE H2



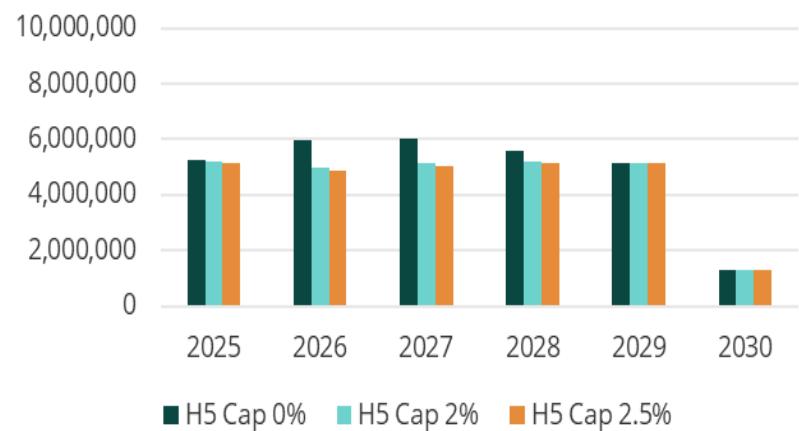
STRATEGIE H3



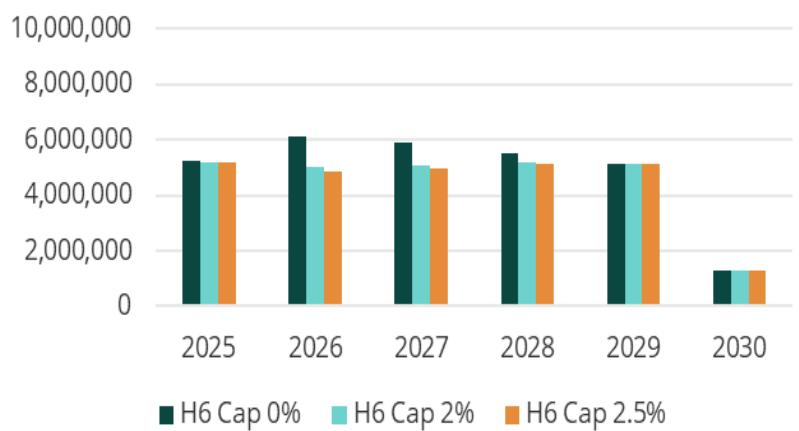
STRATEGIE H4



STRATEGIE H5

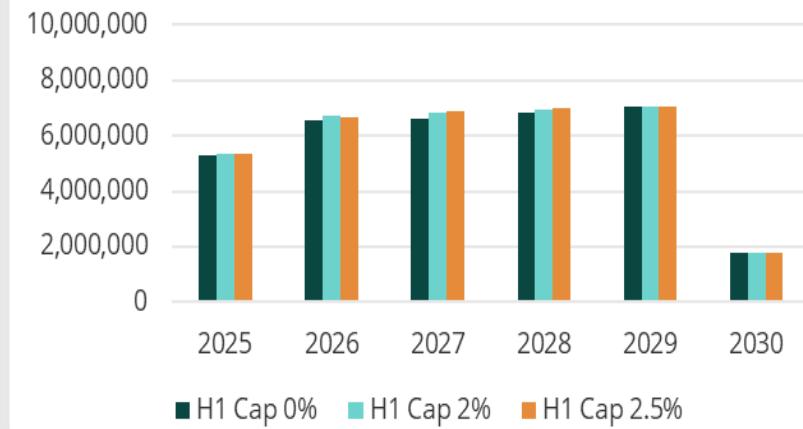


STRATEGIE H6

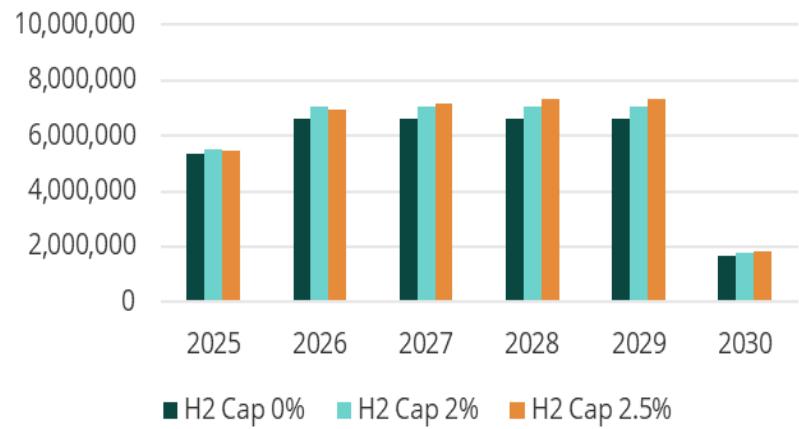


Extrait des rapports d'analyse produits durant la mission
Simulation frais financiers selon la courbe des Euribor projetés

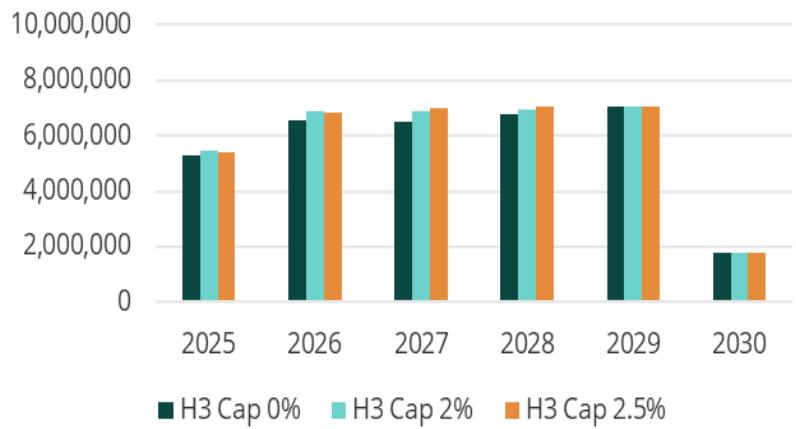
STRATEGIE H1



STRATEGIE H2



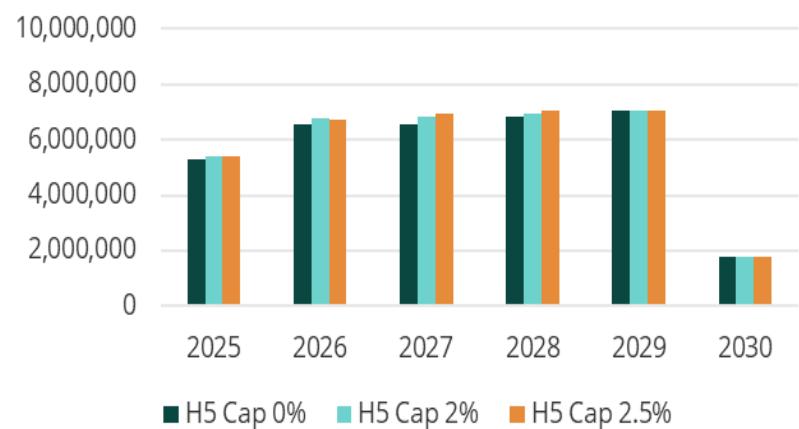
STRATEGIE H3



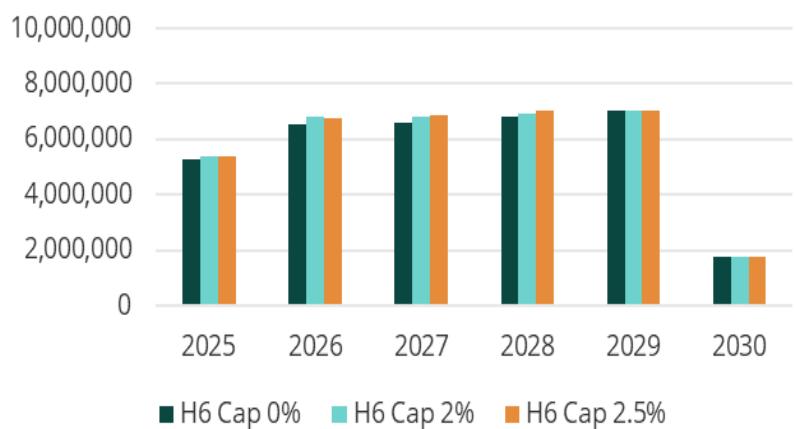
STRATEGIE H4



STRATEGIE H5

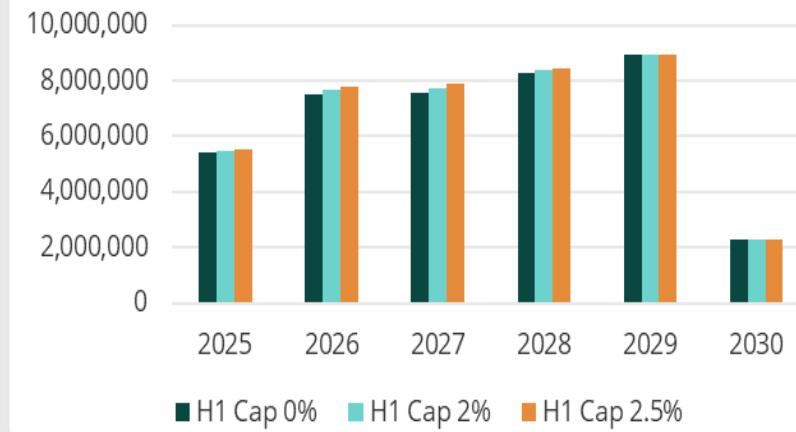


STRATEGIE H6

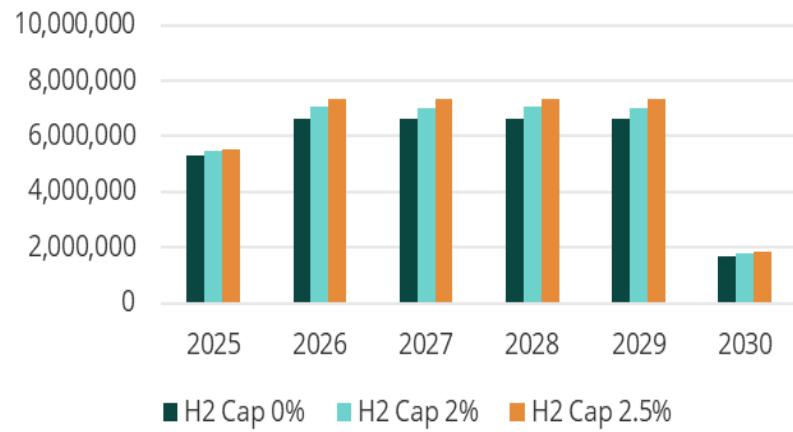


Extrait des rapports d'analyse produits durant la mission
Simulation frais financiers selon la courbe des Euribor projetés +2%

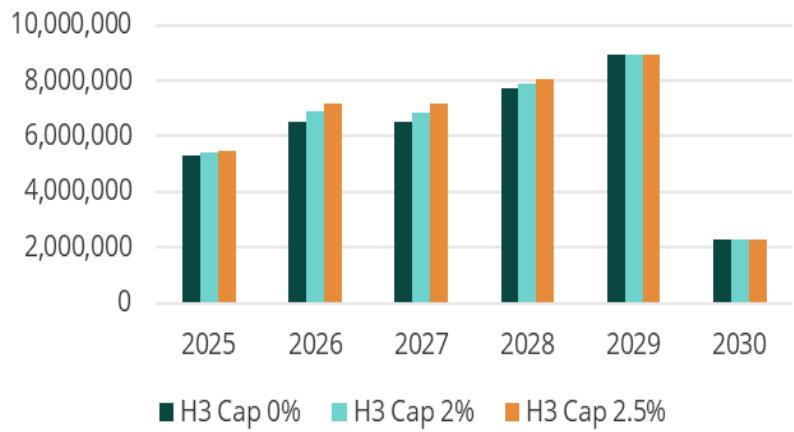
STRATEGIE H1



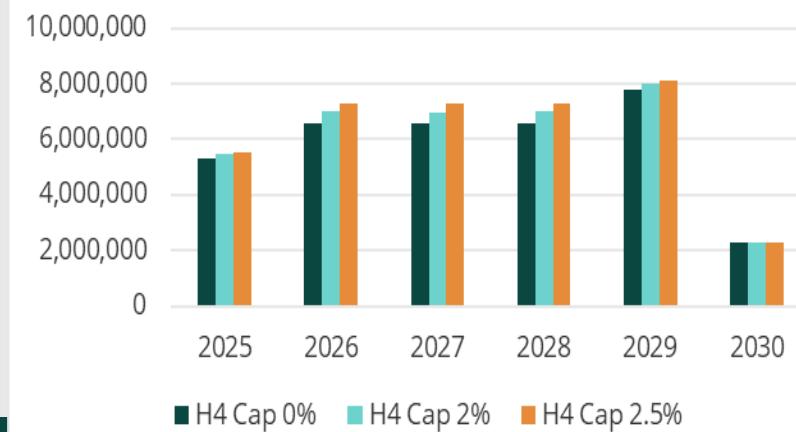
STRATEGIE H2



STRATEGIE H3



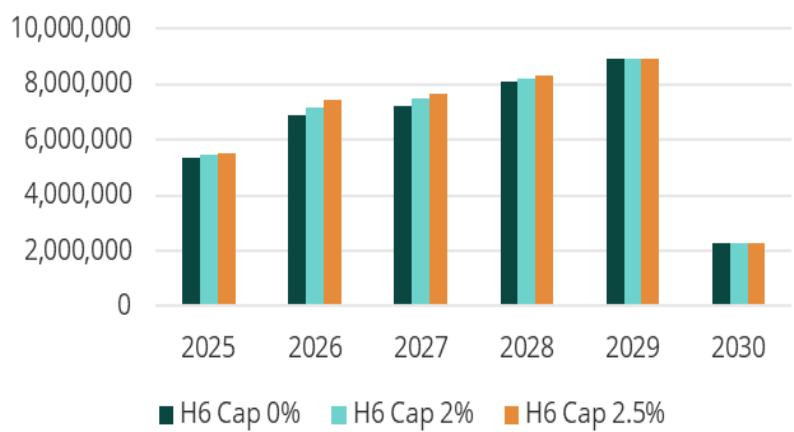
STRATEGIE H4



STRATEGIE H5

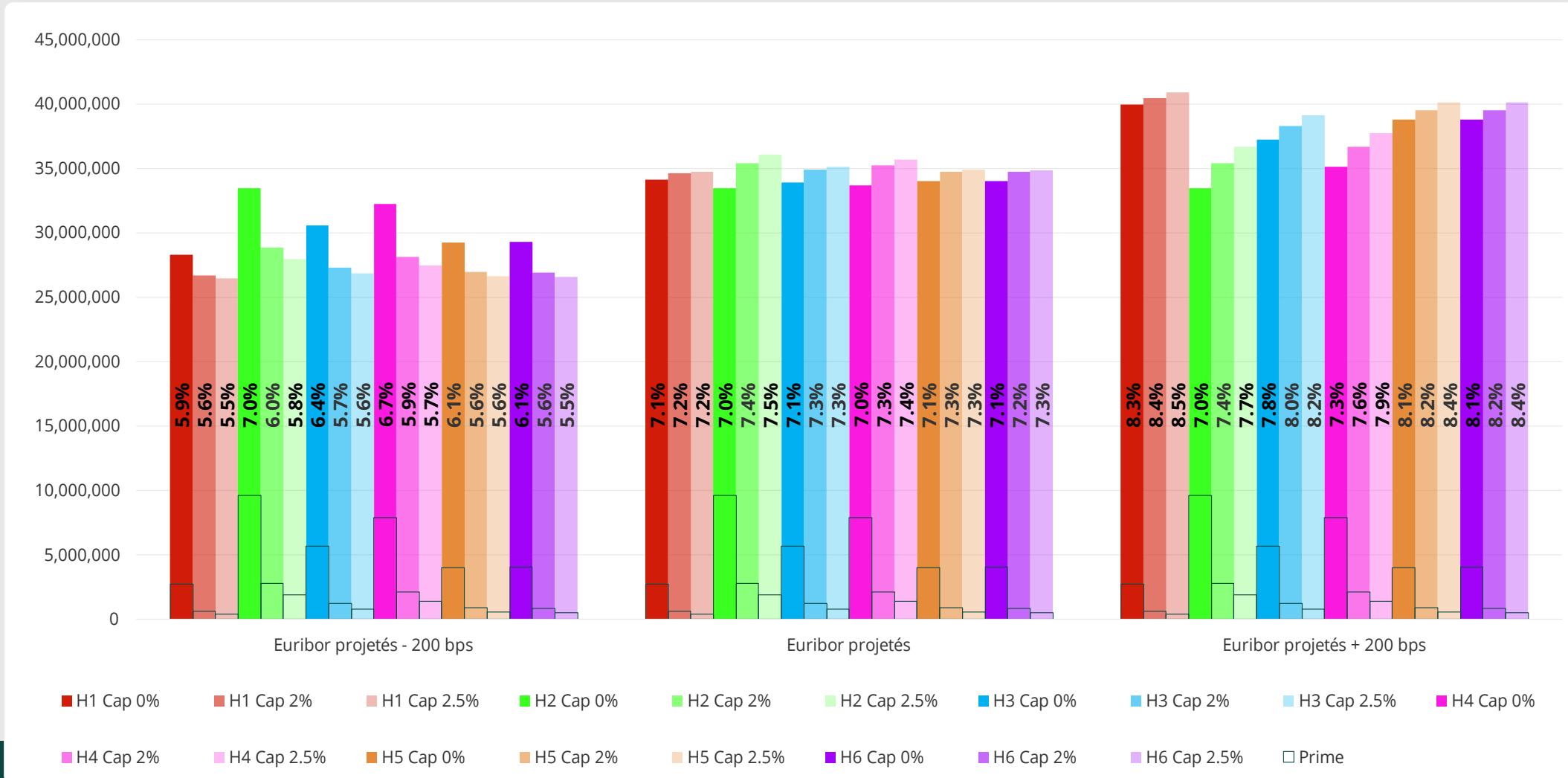


STRATEGIE H6



Extrait des rapports d'analyse produits durant la mission
Synthèse simulation frais financiers

(sur la totalité de la dette, y compris coût des couvertures - approche TEG)



Extrait des rapports d'analyse produits durant la mission
Synthèse simulation frais financiers

(sur la totalité de la dette, y compris coût des couvertures - approche TEG)

	STRATEGIE H1			STRATEGIE H2			STRATEGIE H3		
	H1 Cap 0%	H1 Cap 2%	H1 Cap 2.5%	H2 Cap 0%	H2 Cap 2%	H2 Cap 2.5%	H3 Cap 0%	H3 Cap 2%	H3 Cap 2.5%
Euribor projetés - 200 bps	28,290,439	26,690,024	26,466,690	33,507,661	28,855,730	28,007,880	30,578,414	27,319,099	26,865,990
Euribor projetés	34,133,106	34,643,756	34,739,140	33,507,661	35,438,470	36,068,042	33,922,297	34,950,097	35,138,440
Euribor projetés + 200 bps	39,975,772	40,486,422	40,894,780	33,507,661	35,438,470	36,712,974	37,266,181	38,293,981	39,127,255

	STRATEGIE H4			STRATEGIE H5			STRATEGIE H6		
	H4 Cap 0%	H4 Cap 2%	H4 Cap 2.5%	H5 Cap 0%	H5 Cap 2%	H5 Cap 2.5%	H6 Cap 0%	H6 Cap 2%	H6 Cap 2.5%
Euribor projetés - 200 bps	32,280,574	28,168,599	27,490,190	29,272,841	26,962,861	26,640,690	29,289,332	26,928,346	26,613,590
Euribor projetés	33,720,374	35,244,857	35,683,921	34,051,063	34,779,113	34,913,140	34,049,540	34,769,135	34,886,040
Euribor projetés + 200 bps	35,160,174	36,684,657	37,768,652	38,829,285	39,557,335	40,145,745	38,809,748	39,529,343	40,137,890

Extrait des rapports d'analyse produits durant la mission
Tableaux d'amortissement

DATE FIXING	DATE DEPART	DATE FIN	DATE PAIEMENT	Unitranche Pemberton		TOTAL DETTE	COUVERTURE EXISTANTE Totale	% DETTE TOTALE	H1bis= H1 - Couv. Exist.	H2bis= H2 - Couv.Exist	H3bis= H3 - Couv.Exist	H4bis= H4 - Couv.Exist	H5bis= H5 - Couv.Exist	H6bis= H6 - Couv.Exist
				Amort.	CRD									
26.06.2025	30.06.2025	27.08.2025	27.08.2025	0	93,900,000	93,900,000	9,000,000	50%	37,950,000	84,900,000	84,900,000	84,900,000	57,950,000	70,815,000
25.08.2025	27.08.2025	27.11.2025	27.11.2025	0	93,900,000	93,900,000	9,000,000	50%	37,950,000	84,900,000	84,900,000	84,900,000	57,950,000	70,815,000
25.11.2025	27.11.2025	27.02.2026	27.02.2026	0	93,900,000	93,900,000	9,000,000	50%	37,950,000	84,900,000	84,900,000	84,900,000	57,950,000	70,815,000
25.02.2026	27.02.2026	27.05.2026	27.05.2026	0	93,900,000	93,900,000	0	50%	46,950,000	93,900,000	93,900,000	93,900,000	66,950,000	79,815,000
25.05.2026	27.05.2026	27.08.2026	27.08.2026	0	93,900,000	93,900,000	0	50%	46,950,000	93,900,000	93,900,000	93,900,000	66,950,000	79,815,000
25.08.2026	27.08.2026	27.11.2026	27.11.2026	0	93,900,000	93,900,000	0	50%	46,950,000	93,900,000	93,900,000	93,900,000	66,950,000	61,035,000
25.11.2026	27.11.2026	26.02.2027	26.02.2027	0	93,900,000	93,900,000	0	50%	46,950,000	93,900,000	93,900,000	93,900,000	66,950,000	61,035,000
24.02.2027	26.02.2027	27.05.2027	27.05.2027	0	93,900,000	93,900,000	0	50%	46,950,000	93,900,000	93,900,000	93,900,000	66,950,000	61,035,000
25.05.2027	27.05.2027	27.08.2027	27.08.2027	0	93,900,000	93,900,000	0	50%	46,950,000	93,900,000	93,900,000	93,900,000	66,950,000	61,035,000
25.08.2027	27.08.2027	29.11.2027	29.11.2027	0	93,900,000	93,900,000	0	50%	46,950,000	93,900,000	93,900,000	93,900,000	66,950,000	61,035,000
25.11.2027	29.11.2027	28.02.2028	28.02.2028	0	93,900,000	93,900,000	0	50%	46,950,000	93,900,000	93,900,000	93,900,000	66,950,000	61,035,000
24.02.2028	28.02.2028	29.05.2028	29.05.2028	0	93,900,000	93,900,000	0	50%	46,950,000	93,900,000	93,900,000	93,900,000	66,950,000	61,035,000
25.05.2028	29.05.2028	28.08.2028	28.08.2028	0	93,900,000	93,900,000	0		0	93,900,000	0	93,900,000	0	0
24.08.2028	28.08.2028	27.11.2028	27.11.2028	0	93,900,000	93,900,000	0		0	93,900,000	0	93,900,000	0	0
23.11.2028	27.11.2028	27.02.2029	27.02.2029	0	93,900,000	93,900,000	0		0	93,900,000	0	93,900,000	0	0
23.02.2029	27.02.2029	28.05.2029	28.05.2029	0	93,900,000	93,900,000	0		0	93,900,000	0	93,900,000	0	0
24.05.2029	28.05.2029	27.08.2029	27.08.2029	0	93,900,000	93,900,000	0		0	93,900,000	0	0	0	0
23.08.2029	27.08.2029	14.02.2030	14.02.2030	0	93,900,000	93,900,000	0		0	93,900,000	0	0	0	0
12.02.2030	14.02.2030	14.05.2030	14.05.2030	93,900,000	0	0	0		0	0	0	0	0	0
Période brisée														

Etapes suivantes

Finaliser un choix de stratégie et lancer l'appel d'offres avec les banques.

Choisir la banque de couverture et travailler sur la documentation et les lignes de risque.

Organiser la transaction.

Annexes

- Valorisation couvertures existantes
- Courbes des Euribor utilisés pour les simulations de frais financiers
- Clauses contractuelles
- Fiches produits

Inefficacité des swaps simples et des tunnels/collars

(si le financement embarque un plancher sur Euribor)

Une vidéo détaillant ce souci est visible sur le blog de KERIUS Finance en cliquant [ici](#).

Le contrat de financement prévoit que l'Euribor ne peut pas être négatif, donc que la banque ne paiera pas d'intérêts à l'emprunteur.

Or, un swap de taux qui permet de fixer le taux d'une dette est un contrat par lequel l'entreprise s'engage à:

- recevoir un taux variable sur le montant de la dette couverte (pour annuler celui du financement)
- Payer un taux fixe sur le même montant.

Une couverture par swap classique, qui ne réplique pas ce plancher, c'est-à-dire dont la « jambe » variable n'inclurait pas également un plancher, présente deux inconvénients

Pas de plafonnement du taux de financement global: le taux Euribor négatif s'ajoute au taux fixe à payer par l'entreprise.

Un problème similaire se présente avec le collar :

- Le plancher du collar doublonne le plancher du financement.
- En cas de taux négatifs, il induit une perte qui accroît les frais financiers au-delà du taux plafond (cap).

Problème potentiel pour l'application de la comptabilité de couverture:

Les couvertures ne sont plus considérées comme efficaces par les CAC du fait de ce déplaçonnement du taux de financement.

A ce titre, l'intégralité des variations de valorisation (mark to market) des swaps sera enregistrée en résultat financier (autrement dit, pas différé dans le temps)

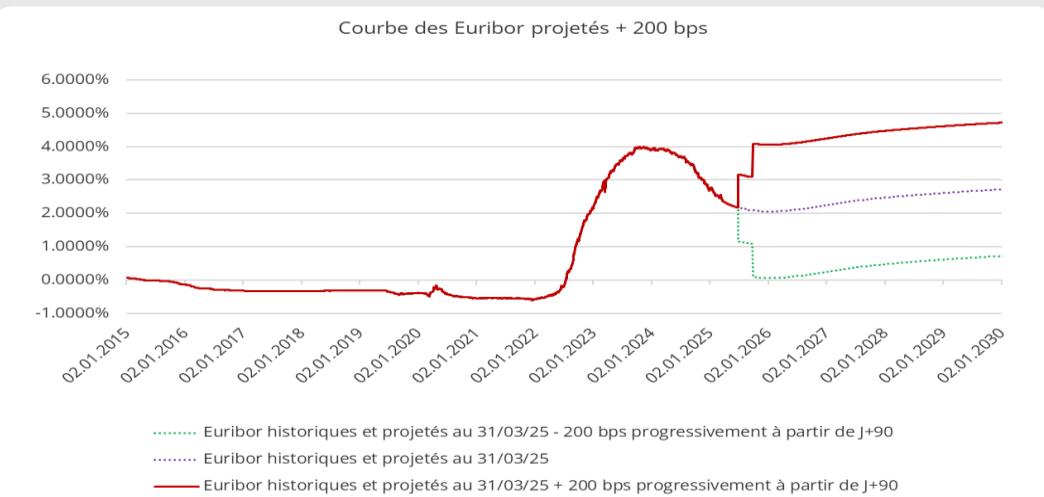
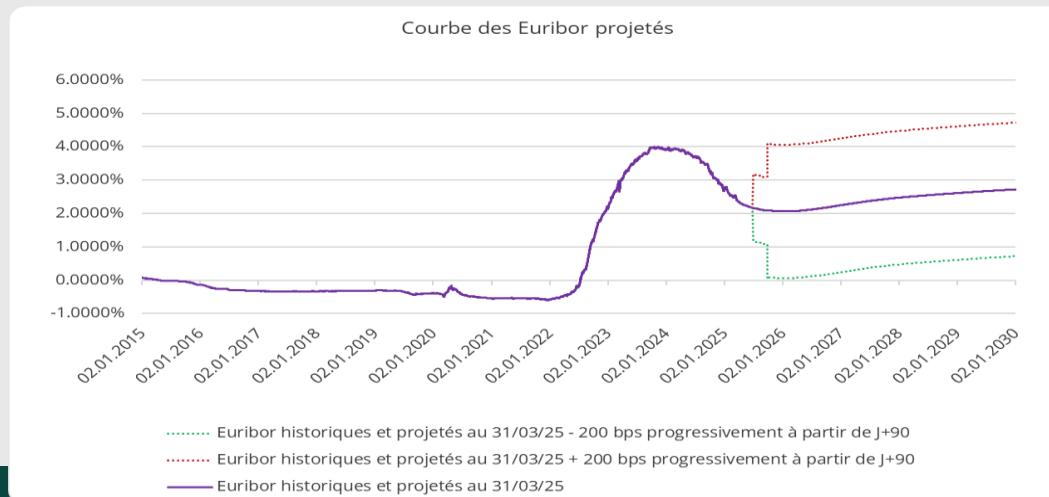
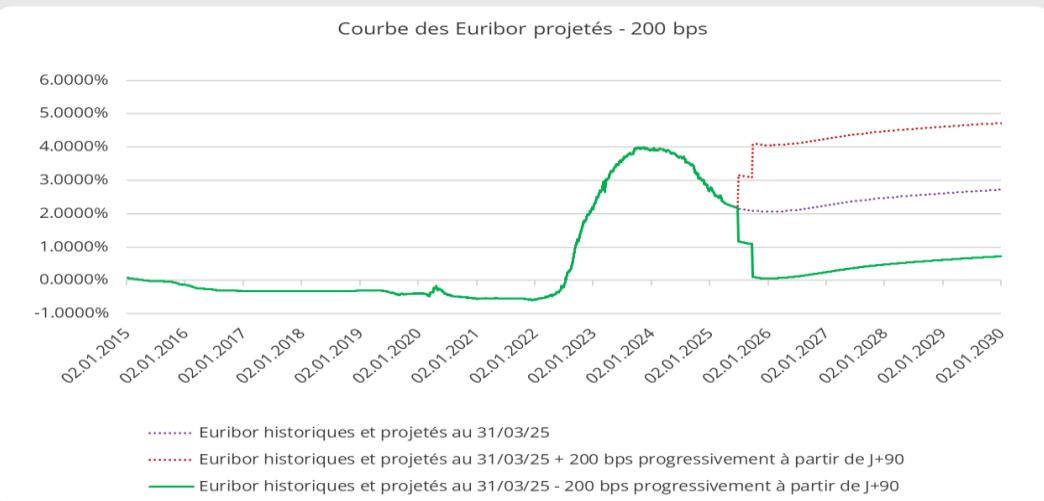
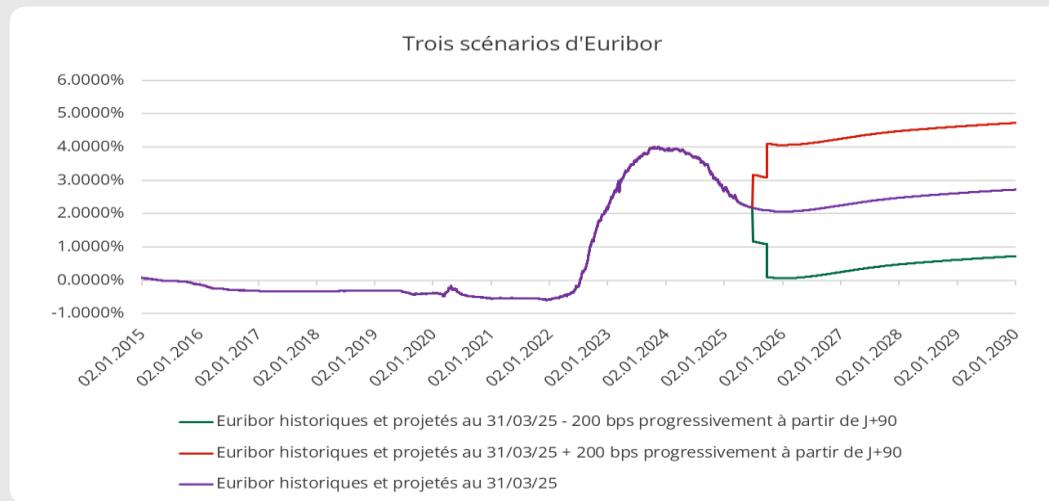
Solutions techniques:

Inclure dans le swap un plancher répliquant celui du financement, mais cela a un coût. Cf simulations.

Opter pour une couverture par cap (plafond), qui ne peut générer de valorisation négative en cas de taux négatifs.

Extrait des rapports d'analyse produits durant la mission

Courbes des Euribor utilisés pour les simulations de frais financiers



Extrait des rapports d'analyse produits durant la mission
Valorisation des couvertures en vie

(31/03/2025)

Allocation/Link ID	Strategy ID	Trade ID	Counterparty	Trade	Effective	Maturity	Trade Type	Strike	Index	Initial Notional	Outstanding Notional	Valuation									
												EUR									
												Fair Value *	Intrinsic Value	Time Value	Fair Value **	Accrued Interests					
Derivatives - Swap																					
LCL01-D	LCL01-D	1	LCL	18-Dec-22	30-Dec-22	31-Dec-25	PAY	Swap	3.0400%	RECEIVE	Euribor3m	EUR	16,500,000.00	EUR	10,500,000.00	-0.62%	-65,185.65	-65,185.65	-	-65,185.65	-
													10,500,000.00			-65,185.65	-65,185.65	-	-65,185.65	-	
													TOTAL	10,500,000.00		-65,185.65	-65,185.65	-	-65,185.65	-	

Financement

Clauses contractuelles



Clauses contractuelles

Financement

Name of Original Subscriber	Initial Commitments	
	Amount (EUR)	Number of Bonds
the Grand Duchy of Luxembourg, whose registered office is at 46A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg (Grand Duchy of Luxembourg) and whose registration number is B285943		
PEMBERTON SENIOR LOAN II MASTER HOLDCO SV S.À R.L. – GREAT EXPECTATIONS V2 , a compartment of Pemberton Senior Loan II Master Holdco SV S.à r.l., société à responsabilité limitée organised under the laws of the Grand Duchy of Luxembourg, whose registered office is at 2-4, rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg (Grand Duchy of Luxembourg) and whose registration number is B273045	3,376,498	3,376,498
TOTAL	93,900,000	93,900,000

Clauses contractuelles

Remboursement

"**Maturity Date**" means:

- (a) in respect of Bonds issued under any Initial Tranche or any Additional Tranche, the fifth (5th) anniversary of the Initial Issue Date; and
- (b) in respect of Bonds issued under any Incremental Tranche, the date specified in the relevant Incremental Commitment Request.

Clauses contractuelles

Intérêts

Net Leverage Ratio	Applicable Margin
Greater than 4.00:1	5.50 %
Greater than 3.50:1 but less than or equal to 4.00:1	5.25 %
Greater than 3.00:1 but less than or equal to 3.50:1	5.00 %
Greater than 2.50:1 but less than or equal to 3.00:1	4.75 %
Less than or equal to 2.50:1	4.50 %

14.1 Calculation of Interest

- (a) The Bonds under each Tranche shall bear interest (the "Interest") for each Interest Period, at a percentage rate per annum (the "Interest Rate") equal to the aggregate of:
- (i) EURIBOR for the relevant Interest Period; and

- 96 -

ACTIVE/135838188.8

Hope ID: D6C9C0B6-B9C6-4881-BAAC-915D4EE36988

- (ii) the Margin.
- (b) Interest will be calculated on the basis of:
- (i) the exact number of days elapsed during the relevant Interest Period and by reference to a year of three hundred and sixty (360) days; and
 - (ii) the Outstanding Principal from time to time during the relevant Interest Period.

The Agent shall, as soon as practicable notify the relevant Bondholders and the Issuer of the determination of a rate of interest provided that the provisions under this paragraph (c) shall not require the Agent to make any notification to any Party on a day which is not a Business Day.

Clauses contractuelles

Intérêts

"EURIBOR" means:

- (a) the applicable Screen Rate as of 11:00 a.m. in Paris on the Quotation Day for the offering of deposits in Euro for a period comparable to the relevant Interest Period; or
- (b) as otherwise determined pursuant to Clause 16.1 (*Unavailability of Screen Rate*),

and if, in either case, that rate is less than zero per cent. (0%), EURIBOR shall be deemed to be zero per cent. (0%).

"Margin" means subject to the provisions of Clause 14.3 (*Interest rate adjustment based on Net Leverage Ratio*) and, as the case may be, paragraph (i) of Clause 10.3 (*Conditions for issuing an Incremental Commitment Request*) and Clause 14.4 (*ESG-linked Margin adjustment*) below:

- 30 -

E/135838188.8

D6C9C0B6-B9C6-4881-BAAC-915D4EE36988

- (a) in respect of Bonds issued under any Initial Tranche or any Additional Tranche, four point seventy-five per cent. (4.75 %) per annum; and

15.1 Interest Periods

- (a) The first Interest Period applicable to the Bonds making up the Initial Tranche shall begin on the Initial Issue Date and end on 27 May 2025, and each subsequent Interest Period shall begin on the last day of the preceding Interest Period.
- (b) The first Interest Period applicable to the Bonds representing any Additional Tranche or any Incremental Tranche shall begin on the relevant Issue Date and end on the last day of the Interest Period of the Bonds making up the Initial Tranche.
- (c) Unless otherwise agreed between the Issuer and the Majority Bonds Parties, each subsequent Interest Period shall have a duration of three (3) or six (6) Months as selected by the Issuer in its sole discretion, provided that:
 - (i) the Issuer informs the Agent of its choice pursuant to this paragraph (c) at least five (5) Business Days before the start of the relevant Interest Period;
 - (ii) the duration of each subsequent Interest Period shall be the same for all Tranches;
 - (iii) the last Interest Period applicable to the Bonds shall mandatorily end on the Maturity Date; and
 - (iv) if the Issuer fails to select the duration for an Interest Period, then that Interest Period shall have a duration of three (3) Months.

Clauses contractuelles

Obligation de couverture

27.30 Hedging

- (a) The Issuer shall:
- (i) implement, as soon as reasonably practicable, and in any event within six (6) Months after the Initial Issue Date; and
 - (ii) maintain, for a period of at least three (3) years after the Closing Date, hedging arrangements, by way of ISDA/FBF documentation, in respect of not less than fifty per cent. (50 %) of the aggregate principal amount of the Bonds.
- (b) At or before the time that any Group Company enters into any Hedging Document with a Hedging Bank, and unless the hedging arrangements solely consist in cap instruments with a full upfront premium, the Issuer shall ensure that the counterparty accedes as a Hedging Bank to the Intercreditor Agreement.

Clauses contractuelles

Défaut croisé

28.5 **Cross-default**

- (a) Any Financial Indebtedness of any Group Company (other than under the Finance Documents, the Permitted Super Senior Facility Documents and other than Intercompany Debt) is not paid when due or within any originally applicable grace period provided that no Event of Default will occur under this paragraph (a) unless the aggregate amount of all Financial Indebtedness falling within this paragraph (a) exceeds one million five hundred thousand (1,500,000) Euros (or its equivalent in another currency or currencies) in aggregate.
- (b) Any Financial Indebtedness of any Group Company (other than under the Finance Documents, the Permitted Super Senior Facility Documents and other than Intercompany Debt) is declared to be or otherwise becomes due and payable prior to its specified maturity as a result of an event of default (however described).
- (c) Any creditor of any Group Company becomes entitled to declare any Financial Indebtedness (other than under the Finance Documents, the Permitted Super Senior Facility Documents

Fiches produits

Swap de taux (payeur de taux fixe contre variable):

Engagement ferme de payer un flux à taux fixe à une fréquence et pendant une durée déterminée, en échange d'un flux reçu correspondant au taux variable. La périodicité de l'indice de taux variable détermine le nombre de paiements par année. Le net des deux flux peut être positif ou négatif à chaque période.

Avantages:

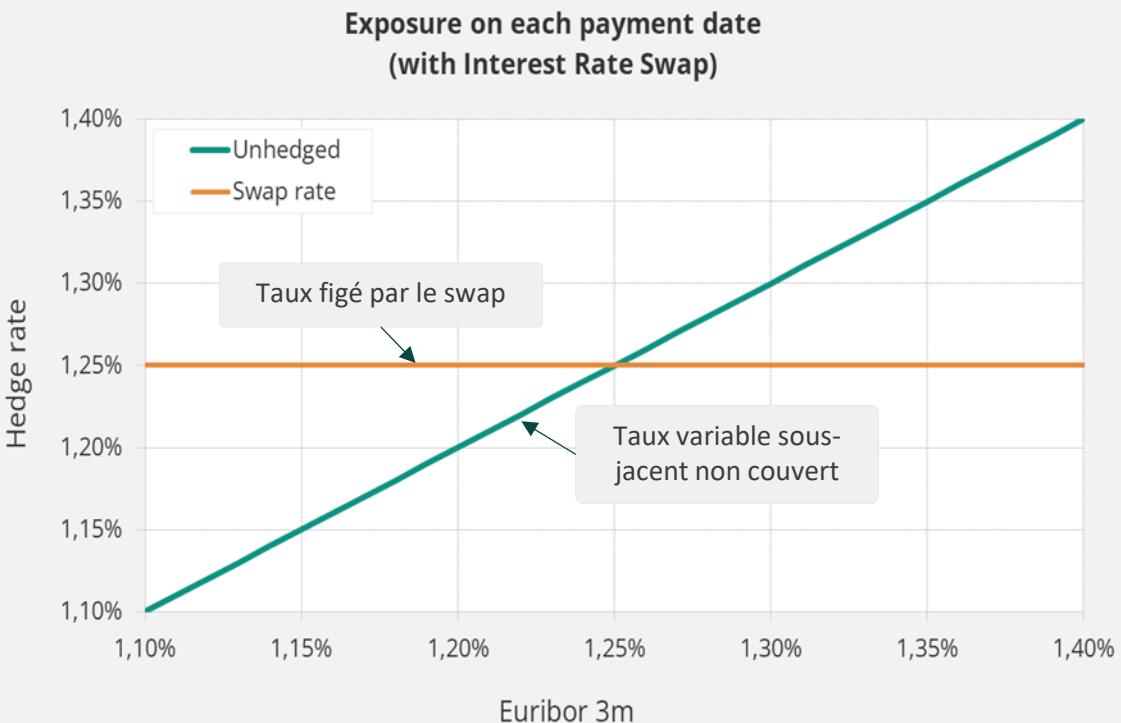
- Coût nul (pas de prime à payer)
- Les charges financières sont connues à l'avance

Inconvénients:

- Aucune opportunité de profiter de mouvements favorables des taux;
- Risque de perte illimitée en cas de déboulement anticipé.
- Produit simple mais risqué en cas de réduction de l'exposition sous-jacente (réduction de dette par ex.) ou de déboulement de la couverture dans un scénario de valorisation négative (mark to market).

A réservier à la partie incompressible de l'exposition (risque de valorisation négative). Graphique illustratif: données non actualisées

Produit qui ne garantit plus un taux de financement dans un contexte de taux négatifs pour un financement dont l'indice (Euribor ou autre) est « flooré »



Achat de cap de taux:

Droit de recevoir un flux si l'indice de taux sous-jacent (couvert) est supérieur au cours d'exercice du cap (strike). Le flux reçu correspondra alors à la différence entre le taux variable et le taux fixe, multiplié par le notionnel. Dans le cadre d'un financement, ce flux a pour effet d'annuler ce qui aurait dû être payé sur le sous-jacent au-delà du cours d'exercice du cap.

Avantages:

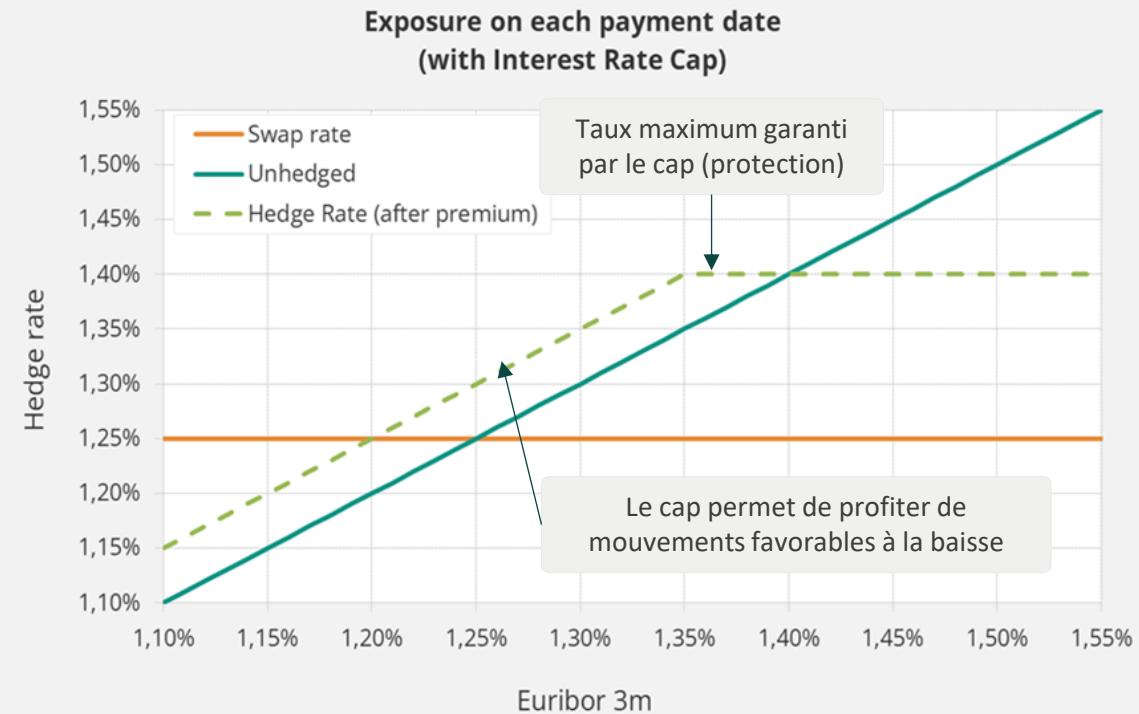
- Opportunité de profiter d'un taux bas si celui-ci reste inférieur au cours d'exercice du cap;
- Flexibilité totale pour revendre la couverture en cas de modification du sous-jacent;
- Aucun risque de perte au-delà de la prime payée.

Inconvénients:

- Prime à payer: dépend des caractéristiques de l'option (montant, durée, cours d'exercice plus ou moins favorable...)

Graphique illustratif: données non actualisées

Produit recommandé dans le contexte actuel.
Ce produit prend en compte les planchers sur les financements



Tunnels / Collars d'options:

Engagement ferme de payer un flux à taux fixe à une fréquence et pendant une durée déterminée, en échange d'un flux reçu correspondant au taux variable.

La périodicité de l'indice de taux variable détermine le nombre de paiements par année.

Le net des deux flux peut être positif ou négatif à chaque période.

Avantages:

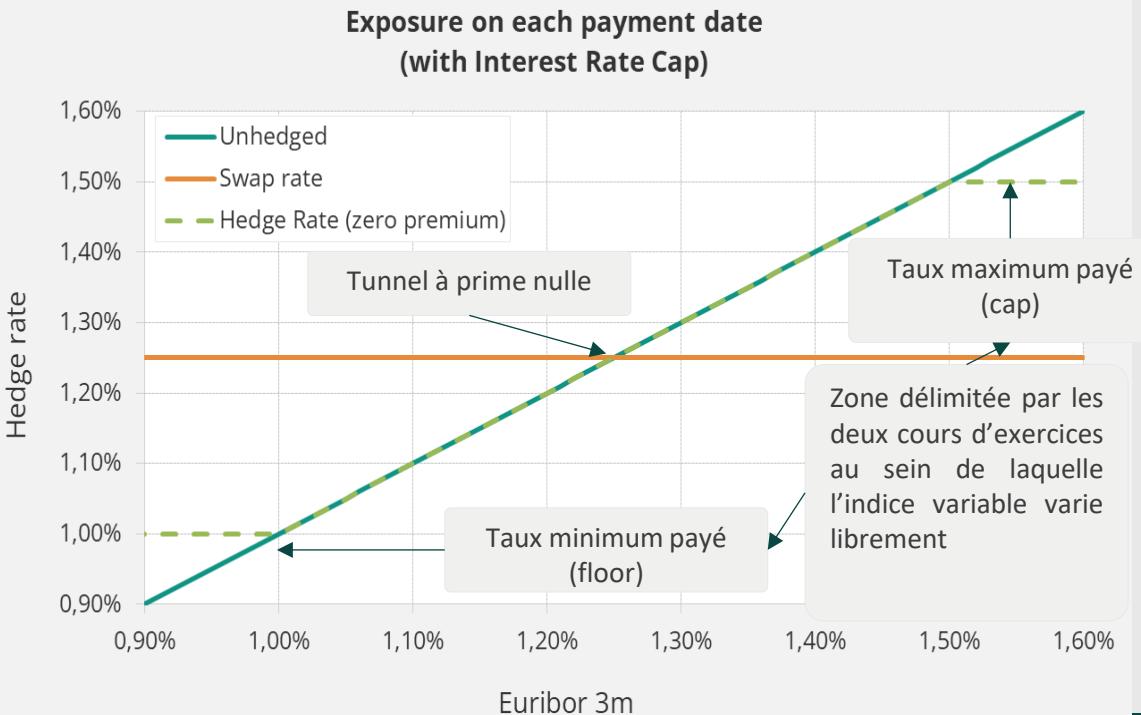
- Protection au-delà du cours d'exercice du cap;
- Opportunité de profiter d'une baisse de l'indice jusqu'au niveau du floor (plancher);
- Financement de l'option achetée par l'option vendue.

Inconvénients:

- Risque de perte en cas de débouclement anticipé et de baisse des taux (comme pour un swap).

A réservier à la partie incompressible de l'exposition (risque de valorisation négative).
Graphique illustratif: données non actualisées

Produit qui ne garantit plus un taux de financement dans un contexte de taux négatifs pour un financement dont l'indice (Euribor ou autre) est « flooré »



Cap avec barrière désactivante:

Droit de recevoir un flux si l'indice de taux sous-jacent (couvert) est supérieur au cours d'exercice du cap (strike). Le flux reçu correspondra alors à la différence entre le taux variable et le taux fixe, multiplié par le notionnel. Dans le cadre d'un financement, ce flux a pour effet d'annuler ce qui aurait dû être payé sur le sous-jacent au-delà du cours d'exercice du cap. Si le taux sous-jacent franchit une barrière dite désactivante, le produit se désactive et aucun flux n'est alors échangé.

Avantages:

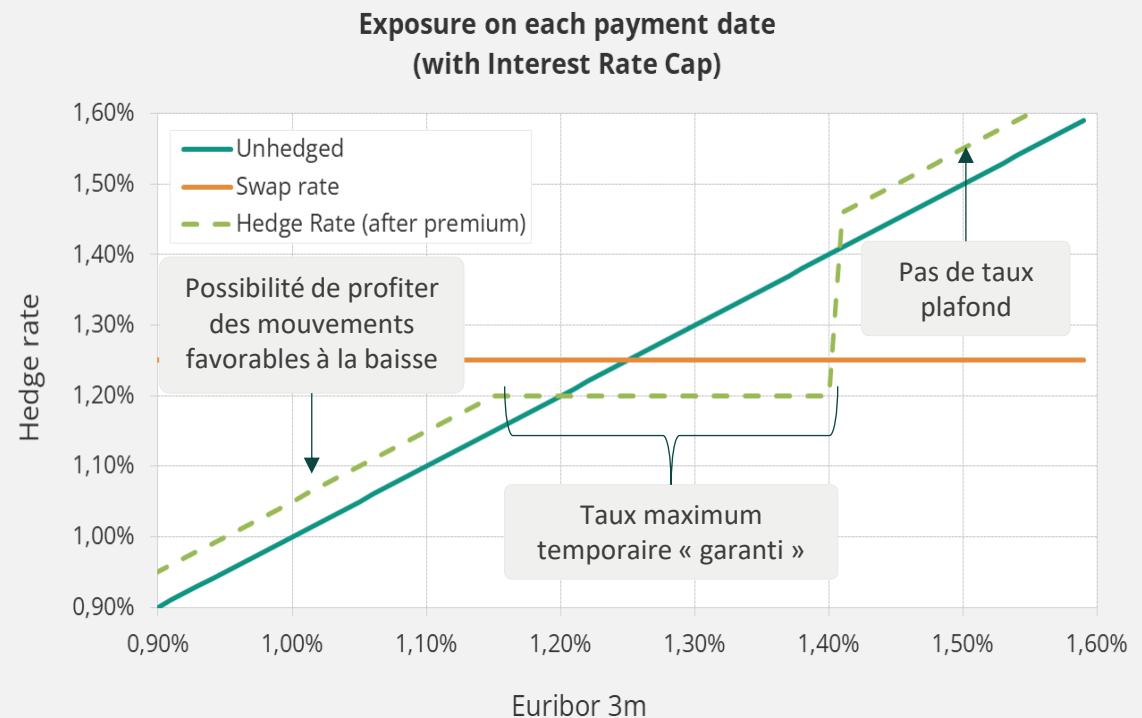
- Protection au-delà du cours d'exercice du cap
- Opportunité de profiter d'une baisse de l'indice de référence
- Stratégie moins coûteuse qu'un cap classique

Inconvénients:

- Risque de perte en cas de déboulement anticipé et de baisse des taux (comme pour un swap).

Graphique illustratif: données non actualisées

Produit qui ne procure autant que le plafond garanti. Ce n'est pas une couverture.



Cap avec barrière activante:

Droit de recevoir un flux si l'indice de taux sous-jacent (couvert) est supérieur à la barrière dite activante. Le flux reçu correspondra alors à la différence entre le taux variable et le taux fixe, multiplié par le notionnel. Dans le cadre d'un financement, ce flux a pour effet d'annuler ce qui aurait dû être payé sur le sous-jacent au-delà du cours de la barrière activante. Tant que le taux sous-jacent reste sous la barrière activante, aucun flux n'est échangé.

Avantages:

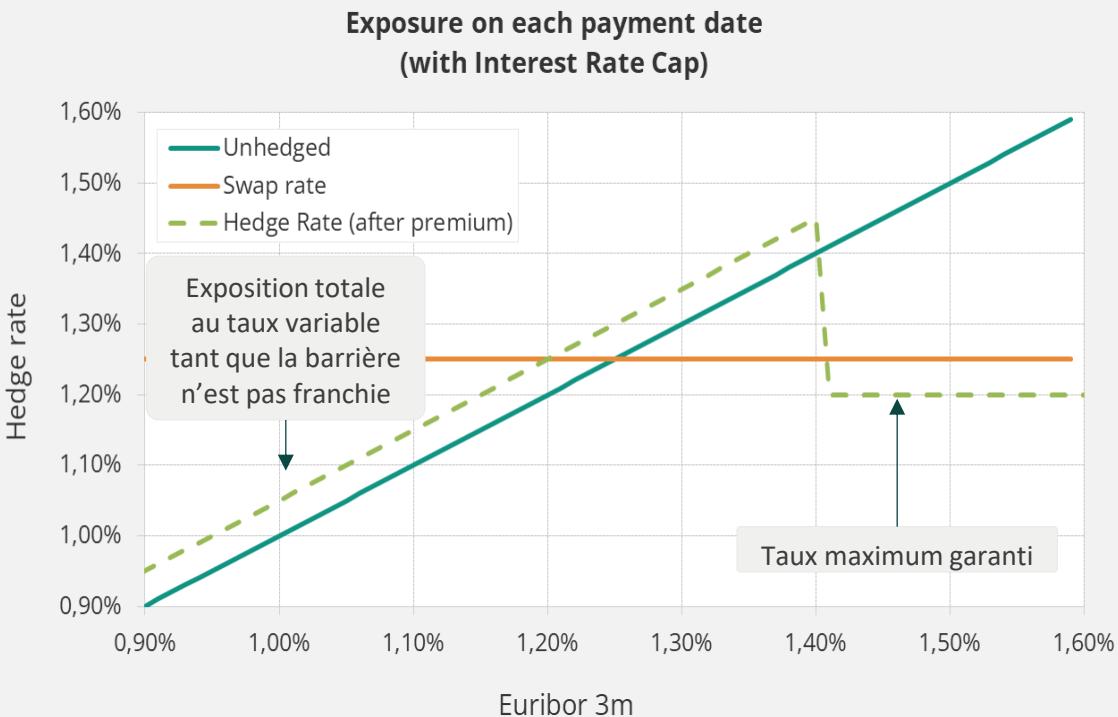
- Protection au-delà de la barrière activante au cours d'exercice du cap;
- Opportunité de profiter d'une baisse de l'indice de référence
- Stratégie moins coûteuse qu'un cap classique.

Inconvénients:

- Exposition plus importante au risque haussier du taux variable qu'un cap classique

Graphique illustratif: données non actualisées

Nous ne recommandons pas ce produit car le plus souvent les marges bancaires dégradent sa performance.



Cap Spread:

Droit de recevoir un flux si l'indice de taux sous-jacent (couvert) est supérieur au cours d'exercice du cap (strike). Le flux reçu correspondra alors à la différence entre le taux variable et le taux fixe, multiplié par le notionnel. Dans le cadre d'un financement, ce flux a pour effet d'annuler ce qui aurait dû être payé sur le sous-jacent au-delà du cours d'exercice du cap. Si le taux sous-jacent franchit le cours d'exercice du cap vendu, l'exposition au taux sous-jacent est quasi totale (retraitée de l'écart entre les 2 cours d'exercices).

Avantages:

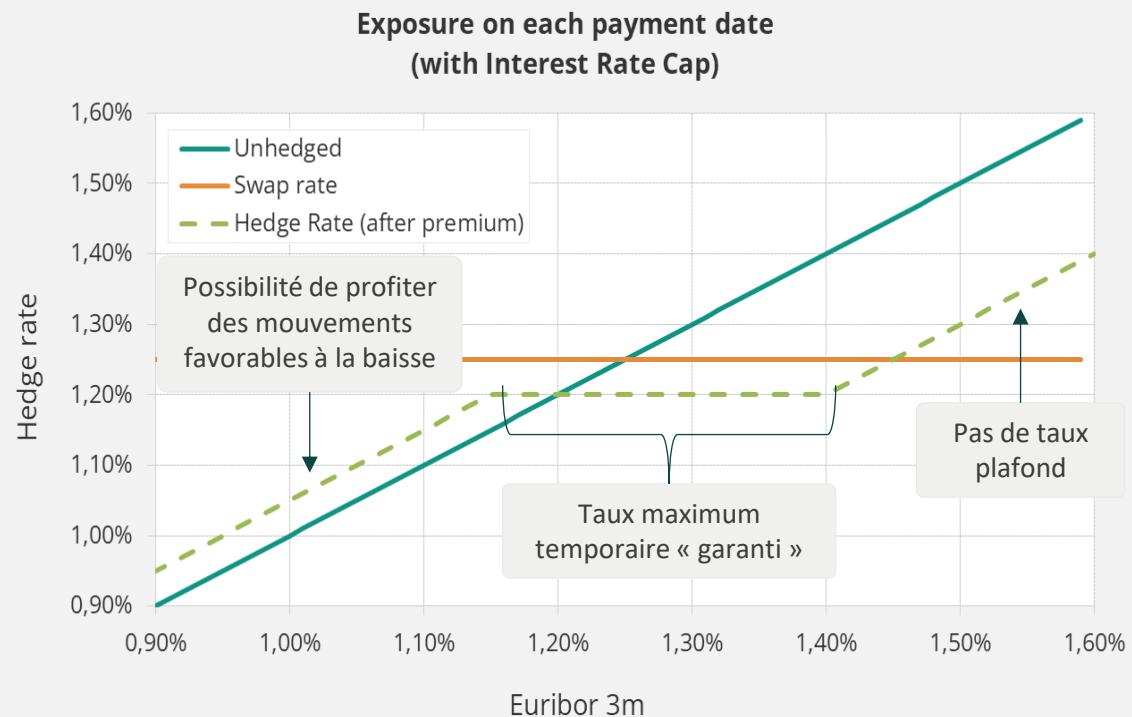
- Protection au-delà du cours d'exercice du cap acheté;
- Opportunité de profiter d'une baisse de l'indice de référence
- Stratégie moins couteuse qu'un cap classique (financement partiel de l'option achetée par l'option vendue).

Inconvénients:

- Exposition plus importante au risque haussier du taux variable qu'un cap classique

Graphique illustratif: données non actualisées

Nous ne recommandons pas ce produit car il ne procure aucun taux plafond garanti. Ce n'est pas une couverture.



Informations

KERIUS Finance SAS

17 rue Dupin,
75006 Paris, France

Tel: +33 1 83 62 27 61

RC Paris: 520 300 948

Immatriculé au Registre Unique des Intermédiaires en Assurance, Banque et Finance (ORIAS) sous le n°13000716 au titre des activités de **Conseiller en Investissements Financiers**, enregistré auprès de l'Association Nationale des Conseils Financiers-CIF, association agréée par l'Autorité des Marchés Financiers .

KERIUS Finance Suisse SARL

Chemin de Blandonnet 2,
1214 Vernier - Genève, Suisse

Tel : + 41 22 566 40 52

RC Genève IDE CHE-460.735.969

Numéro fédéral: CH-660-2330011-1

www.kerius-finance.com

Sébastien Rouzaire : s.rouzaire@kerius-finance.com

Solal Huard : s.huard@kerius-finance.com

Marion Dondin : m.dondin@kerius-finance.com

Informations

KERIUS Finance SAS

17 rue Dupin,
75006 Paris, France

Tel: +33 1 83 62 27 61

RC Paris: 520 300 948

Immatriculé au Registre Unique des Intermédiaires en Assurance, Banque et Finance (ORIAS) sous le n°13000716 au titre des activités de **Conseiller en Investissements Financiers**, enregistré auprès de l'Association Nationale des Conseils Financiers-CIF, association agréée par l'Autorité des Marchés Financiers .

KERIUS Finance Suisse SARL

Chemin de Blandonnet 2,
1214 Vernier - Genève, Suisse

Tel : + 41 22 566 40 52

RC Genève IDE CHE-460.735.969

Numéro fédéral: CH-660-2330011-1

www.kerius-finance.com

Sébastien Rouzaire : s.rouzaire@kerius-finance.com

Solal Huard : s.huard@kerius-finance.com

Marion Dondin : m.dondin@kerius-finance.com

Avertissement - Disclaimer

Ce document a été préparé à l'usage des services financiers du Client. Ce document ou son contenu ne doivent pas être communiqués ou diffusés en externe sans l'accord préalable écrit de KERIUS FINANCE .

Pour ce document, KERIUS FINANCE a été amenée à utiliser des informations et données chiffrées fournies par le Client. KERIUS FINANCE a pris ces données en compte sans réaliser de procédure d'audit et n'émettra en conséquence aucune opinion sur leur fiabilité. Ce document ne constitue pas une documentation contractuelle des transactions éventuellement décrites, ni une recommandation ou une sollicitation de mettre en place les transactions décrites. Tout Client intéressé par ce type de transactions ou procédure doit mener ses propres analyses pour vérifier l'adéquation à ses besoins, ainsi que les conséquences, notamment fiscales et comptables. Il lui appartient également de prendre les dispositions nécessaires à la mise en œuvre des décisions qu'il aura prises.

Ni KERIUS FINANCE ou ses administrateurs ou employés ne pourront être tenus responsables des conséquences de l'utilisation de ce document ou de la mise en place, totale ou partielle, par le client, des idées ou opérations décrites.

This document has been prepared for the Finance department of the Client. It must not be communicated or published externally without prior written consent of KERIUS FINANCE .

For this document, KERIUS FINANCE used information and data provided by the Client. The Client agrees that KERIUS FINANCE took this information into account without auditing them or checking their accuracy and, as a consequence, without producing any opinion on their reliability. Please note that this document does not constitute a contractual documentation of the transactions or processes that may be described, nor a recommendation or solicitation to enter into the transactions or processes described herein. If the Client is interested in setting up this type of transactions or processes, the Client should conduct his own analysis of the suitability to his needs. The Client must also verify the consequences of his decisions, including accounting and fiscal aspects. The Client is also responsible for the implementation of his decisions.

Neither KERIUS FINANCE nor its directors and employees accept liability for any loss or damage resulting from the use of this document and expressly excludes all liability in respect of any implication of the described ideas or transactions on the Client's own specific particulars.