



INSTRUMENT RATING
NeuCP

Initiation date 03/10/2023
Rating Date 09/07/2025

Contacts

Lead analyst

Reda Mouaacha
reda.mouaacha@ethifinance.com

Committee chair

Marc Pierron
marc.pierron@ethifinance.com

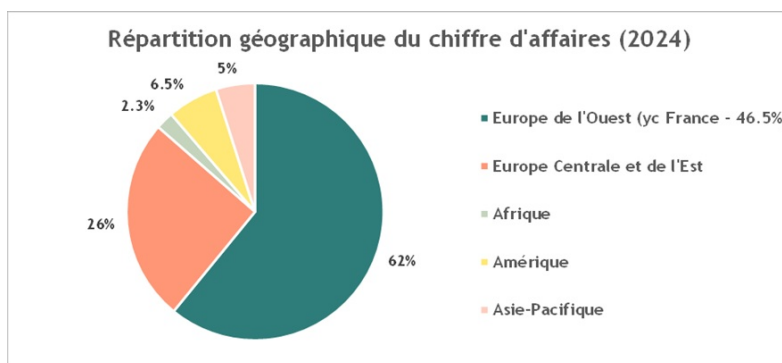
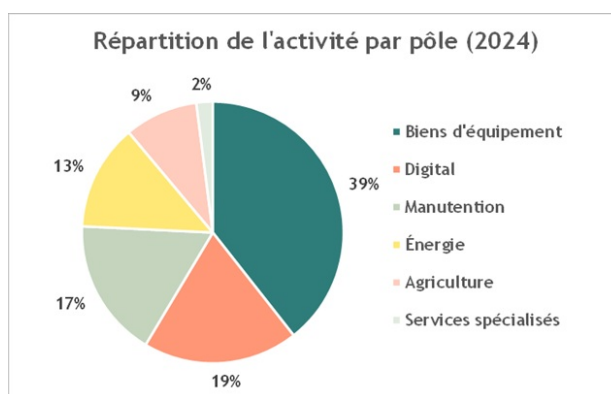
Action de notation et justification

- EthiFinance Ratings confirme la notation court-terme EF2 du programme de NEU CP d'un montant maximal de €200m de M Finance SAS.
- M Finance, filiale à 100% de Monnoyeur SAS, porte la dette bancaire du groupe éponyme, centralise la trésorerie et procède au financement des sociétés opérationnelles par des prêts internes et des comptes courants. A cet effet, la notation de M Finance servant de référence pour la notation du programme de NEU CP a donc été jugée intrinsèquement liée à celle qui serait attribuée au groupe Monnoyeur dans son ensemble dans la mesure où elle bénéficie de la garantie de Monnoyeur SAS.
- Le groupe Monnoyeur est spécialisé dans la distribution de biens d'équipement et de services pour les secteurs de la construction, de l'industrie, de l'agriculture et de l'énergie.
- L'affirmation de notre notation repose sur plusieurs fondamentaux solides. Le groupe bénéficie d'un bon positionnement concurrentiel, en tant que distributeur exclusif de Caterpillar en France depuis près d'un siècle. Cette relation de long terme est renforcée par une stratégie continue de diversification vers les services digitaux, notamment grâce aux acquisitions qui ont été complétées récemment : Vinzero en 2023 et CADD Microsystems en 2024. En parallèle, Monnoyeur vise également à accroître la part des revenus récurrents (contrats de services dans l'activité de maintenance et de location). Par ailleurs, la structure actionariale familiale, stable dans le temps, ainsi qu'une gestion financière maîtrisée du groupe, ont contribué à maintenir le levier net reporté du groupe en-dessous des 3.5x sur les années d'historique (2019-24), ce qui renforce le profil financier et in fine notre notation. Enfin, Monnoyeur présente un profil de liquidité « Supérieur », témoignant d'une bonne capacité à honorer ses engagements financiers à court terme, ce qui constitue un facteur favorable dans l'analyse de la notation court terme.
- La notation demeure néanmoins contrainte par la contre-performance du pôle agricole, notamment en Roumanie, Turquie et Croatie, qui enregistre en 2024 une baisse conjoncturelle importante de l'activité, avec un recul du chiffre d'affaires de 41%. Cette dynamique négative s'est traduite par une nette dégradation de la rentabilité, la marge d'EBITDA du pôle passant de 10.6% en 2023 à 4.1% en 2024, ce qui reflète une rigidité à la baisse des coûts fixes au niveau du pôle. Ce recul est principalement dû aux conditions climatiques défavorables et à l'arrêt inattendu des subventions agricoles au sein de l'Union européenne. Toutefois, le management du groupe anticipe une reprise soutenue dès le second semestre de 2025, portée par une dynamique commerciale robuste, en particulier en Roumanie où le carnet de commandes affiche une forte reprise, tirée par la reprise des subventions agricoles européennes. Par ailleurs, bien que le levier net soit en ligne avec la notation du groupe, le ratio de capitalisation (50%) et celui de couverture des intérêts (4.5x) sont considérés comme faibles au regard du niveau de notation global du groupe. Néanmoins, nous anticipons une amélioration progressive de ces ratios, soutenue par la baisse des taux d'intérêt et la capitalisation des résultats nets.
- Conformément à notre méthodologie, les secteurs de la construction, des services et de la distribution, ayant servi de référence à l'évaluation du risque sectoriel ESG du groupe, présentent des risques ESG moyens (score de la heatmap compris entre 3 et 3.5). L'évaluation du profil d'activité n'est donc pas impactée par des considérations ESG liées aux secteurs.
- Notre évaluation de la politique ESG du groupe fait ressortir un score positif (score compris entre 0 et 1). La gouvernance du groupe Monnoyeur est notamment un point fort de son évaluation ESG dans la mesure où elle est proche de ce qui est observable sur de grandes entreprises cotées. Les performances sociales sont en amélioration tandis que les performances environnementales sont sur une tendance d'amélioration, malgré qu'elles restent encore loin des engagements pris par le groupe qui sont validés par la Science Based Targets initiative (SBTi). Notre notation a donc été positivement impactée par la prise en compte des critères ESG au sein du groupe Monnoyeur.

Description de l'émetteur

Le groupe Monnoyeur est un groupe familial fondé en 1906, spécialisé dans la distribution de biens d'équipement et la fourniture de services à destination des secteurs de la construction, de l'industrie, de l'agriculture et de l'énergie. Distributeur historique de la marque Caterpillar en France depuis 1929, le groupe a progressivement étendu ses activités à l'international et est aujourd'hui présent dans 23 pays répartis sur cinq continents. Cette expansion géographique s'est accompagnée d'une diversification progressive de ses métiers, structurés désormais autour de 6 pôles d'activité : i) les biens d'équipement à travers Bergerat Monnoyeur ; ii) les solutions de production d'énergie via Eneria ; iii) les équipements de manutention avec Aprolis ; iv) le matériel agricole ; v) les services digitaux portés par Arkance ; et vi) les services spécialisés (notamment la réparation et les prestations de pneumatique dans le secteur du génie civil).

En 2024, le groupe Monnoyeur a réalisé un chiffre d'affaires y compris cession de matériels, de €3.3mds, en baisse de 1.3% par rapport à 2023, pour un EBITDA ajusté des locations simples de €376m (marge de 11.6% vs 11.4% en 2023). A fin 2024, le levier net ajusté s'élevait à 2.9x (vs 3.0x en 2023).



Source : Rapport annuel et RSE 2024, Monnoyeur.

Fondamentaux

Profil d'activité

Appréciation du risque sectoriel

- Une exposition multisectorielle mais avec une prépondérance du secteur de la construction et des travaux publics

A travers ses activités de niche, le groupe Monnoyeur opère principalement dans le secteur de la construction, avec un positionnement marqué sur les travaux publics. Il intervient également dans un large éventail d'autres secteurs industriels, reflétant une diversification progressive de son exposition : traitement des déchets, logistique, ferroviaire, aéronautique, ainsi que l'agriculture. Cette diversification sectorielle constitue un facteur de résilience partielle face à la cyclicité intrinsèque de certaines activités.

Les perspectives de croissance du groupe sont étroitement corrélées à l'évolution de l'environnement macroéconomique, en particulier à la croissance du PIB, tant dans le secteur de la construction que dans l'agriculture ou l'industrie manufacturière au sens large. Si le secteur de la construction demeure cyclique, il représente néanmoins une part substantielle de l'investissement global (environ 10 % du PIB d'investissement en Europe), créant ainsi un

socle d'opportunités significatif pour les acteurs bien positionnés comme Monnoyeur. En outre, la montée en puissance de la location de matériel constitue un relais de croissance structurel pour le groupe.

La digitalisation progressive du secteur de la construction, portée notamment par l'adoption croissante des solutions BIM (Building Information Modeling), représente un autre vecteur d'expansion, en cohérence avec le positionnement stratégique de Monnoyeur via sa filiale Arkance. En outre, le système d'exclusivité instauré par Caterpillar avec ses distributeurs, confère à Monnoyeur un accès large à une clientèle diversifiée, renforçant sa position concurrentielle sur le marché des équipements de construction.

- **Un niveau de rentabilité corrélé à la fois à la concurrence et à l'activité de distribution**

Comme pour tout acteur du secteur de la distribution, les marges de Monnoyeur demeurent contraintes par plusieurs facteurs. D'une part, l'intensité concurrentielle sur le marché de la fourniture d'équipements de construction exerce une pression sur les prix et peut limiter la capacité des distributeurs à préserver ou améliorer leurs marges. À cela s'ajoute une disparité de la rentabilité entre les secteurs adressés, souvent eux-mêmes cycliques et soumis à des tensions inflationnistes ou réglementaires (construction, mines, travaux publics, agriculture). Dans ce contexte, et à titre d'exemple, la marge d'EBITDA du pôle Bergerat Monnoyeur ressort à 7.6% en 2024 qui est naturellement moins élevée que celle de WesTrac Pty, distributeur exclusif de Caterpillar pour l'Ouest australien (marché orienté vers les chantiers miniers représentant 60% de la demande domestique des engins Caterpillar). En 2024, ce groupe affiche un chiffre d'affaires de €3.3mds pour une marge d'EBITDA de 11%, témoignant d'une plus grande rentabilité du secteur minier que celui de la construction car les engins Caterpillar sont beaucoup plus grands et la partie services et maintenance représente une partie significative des revenus car les chantiers sont actifs 24h/24.

Position concurrentielle

- **Monnoyeur : distributeur historique et exclusif de Caterpillar en France**

Monnoyeur est le distributeur exclusif de Caterpillar dans plusieurs pays, incluant la France, l'Algérie, la Roumanie, la Pologne, la Belgique et le Luxembourg. Caterpillar, groupe industriel américain, est le leader mondial de la fabrication de machines destinées aux secteurs de la construction, des mines et de l'énergie. Le modèle économique de Caterpillar repose sur un réseau de distributeurs indépendants, sélectionnés pour leur solidité financière et leur capacité à représenter durablement la marque sur leurs territoires respectifs. Ces partenariats sont généralement de long terme, avec une ancienneté moyenne d'environ 50 ans. Monnoyeur illustre pleinement cette stabilité, représentant la marque en France depuis 1929. Le groupe a par ailleurs étendu son activité dès les années 1970 à la distribution exclusive de solutions de production d'énergie à travers sa filiale Eneria. Ce partenariat d'exclusivité constitue, à notre sens, une barrière à l'entrée majeure dans les zones de présence du groupe. Il confère à Monnoyeur un avantage concurrentiel structurant, en lui assurant un accès privilégié à une gamme de produits à forte notoriété et en le positionnant comme un acteur clé de l'écosystème Caterpillar au niveau régional.

- **Une diversification contrastée, mais inhérente à l'activité du groupe**

La dépendance commerciale du groupe à l'égard de Caterpillar demeure significative. À fin 2024, environ 53% du chiffre d'affaires consolidé et près de 42% de l'EBITDA de Monnoyeur étaient générés à partir de la distribution de produits Caterpillar. Toutefois, le groupe travaille aussi avec d'autres marques mondiales telles que John Deere (Secteur agricole), Mitsubishi (Manutention), et Autodesk (Services digitaux). Malgré cette concentration, nous considérons que le risque de rupture du partenariat reste limité du fait de la relation historique entre les deux entités, établie depuis 1929, du modèle économique de Caterpillar, qui s'appuie sur un réseau stable de distributeurs indépendants ; et la gestion contractuelle spécifique mise en place par le constructeur américain. En effet, les accords de distribution sont encadrés directement par Caterpillar et toute cession entre distributeurs est soumise à son approbation préalable, assortie d'une transaction financière s'apparentant à une cession d'entreprise. Ce cadre confère une stabilité contractuelle nettement supérieure à celle observée dans d'autres secteurs, notamment l'automobile.

Par ailleurs, Monnoyeur bénéficie d'un portefeuille clients diversifié sur le segment construction, constitué à la fois de grands groupes et d'entreprises de taille intermédiaire. La part du top 10 clients représente environ 3% du chiffre d'affaires consolidé, limitant ainsi le risque de concentration côté clientèle.

- **Une extension progressive de son réseau de distribution hors de France et dans d'autres activités**

Monnoyeur se positionne aujourd'hui comme un groupe de services intégrés à destination des secteurs de la construction, de l'industrie et plus marginalement de l'agriculture. Historiquement centré sur la distribution de biens d'équipement, le groupe a su engager une stratégie de diversification progressive, tant sur le plan géographique que sectoriel, combinant croissance organique et acquisitions ciblées. L'extension des activités vers le secteur agricole s'est matérialisée par des contrats d'exclusivité avec John Deere pour la distribution de matériel agricole en Roumanie, Croatie et Turquie. En parallèle, Monnoyeur s'est diversifié dans le digital appliqué au secteur de la construction en créant en 2018 la marque Arkance, dédiée notamment à la distribution de solutions logicielles Autodesk. Ce pôle digital a connu une expansion rapide à l'international via une série d'acquisitions ciblées (bolt-on), telles que celle de VinZero en 2023 et de CADD Microsystems en 2024, lui permettant d'implanter ses activités de distribution logicielle aux États-

Unis, en Asie et en Océanie. Monnoyeur s'est aussi développé sur des activités de niche, en lien avec ses activités historiques, telles que la maintenance spécialisée, les services de pneumatique ou les solutions de réparation de flexibles hydrauliques pour pour équipements lourds, destinées au marché du BTP.

Malgré une dépendance encore marquée à Bergerat Monnoyeur (Caterpillar), le développement engagé depuis plusieurs années permet à Monnoyeur d'améliorer sa diversification. En témoigne la part du chiffre d'affaires du pôle qui est passée de 72% en 2017 à 53% en 2024, ce que nous considérons comme favorable dans l'appréciation de la qualité de crédit de Monnoyeur.

Gouvernance

• Actionnaires

Le groupe Monnoyeur est détenu par la famille Monnoyeur qui détient 98% du groupe. Le solde du capital est détenu par les salariés (2%).

• Qualité de l'équipe dirigeante

Depuis 2018, la direction générale du groupe Monnoyeur est assurée par la quatrième génération familiale, marquant ainsi une continuité dans l'ancrage actionnarial. La moitié des membres du conseil d'administration est issue de la famille fondatrice, ce qui confère au groupe une stabilité organisationnelle notable, mais également une gouvernance fortement internalisée.

La politique financière du groupe se caractérise par une approche dynamique, mais globalement prudente. Les investissements industriels hors flotte en location et hors opérations de croissance externe représentent en moyenne environ 4.0% du chiffre d'affaires. Le management de Monnoyeur adopte également une stratégie de croissance externe opportuniste, avec de nombreuses opérations de type "bolt-on" réalisées ces dernières années, principalement dans le secteur digital via le pôle Arkance. Malgré cette dynamique d'investissement, la structure financière du groupe demeure maîtrisée. L'endettement net reste contenu, permettant à Monnoyeur de maintenir un levier net cible à moyen terme autour de 2.5x (hors effets crédits-baux et locations simples), bien en deçà du covenant contractuel fixé à 3.5x. Cette discipline financière renforce la flexibilité du groupe face à d'éventuelles évolutions de marché. La politique de distribution de dividendes reste modérée avec un taux de distribution compris entre 30% et 40% du résultat net sur les dernières années.

• Politique ESG

Monnoyeur a conscience de l'enjeu de la transition énergétique dans son secteur, qui fait partie des plus polluants. Selon le dernier bilan carbone réalisé par le groupe, 99.5% de ses émissions relèvent des émissions indirectes (Scope 3), dont 91% sont générées par l'utilisation des équipements par ses clients.

Les émissions directes du groupe (scope 1 & 2), qui représentent 0.5% du total, sont principalement liées (à hauteur de 85%) à la flotte de véhicules internes. Afin de réduire l'impact environnemental de ses opérations, Monnoyeur s'est engagé dans une stratégie de décarbonation progressive, incluant la réduction de la consommation énergétique, des émissions de CO₂ et de la production de déchets. Dans ce cadre, le groupe a obtenu en 2023 la validation de ses objectifs climatiques par la SBTi. Il s'est ainsi engagé à réduire ses émissions de scope 1 et 2 de 42% d'ici 2030, avec 2021 comme année de référence (réduction de 3% à fin 2024). Pour les émissions de scope 3, l'objectif est une baisse de 51.6% (en % de la valeur ajoutée) créée sur la même période. L'amélioration récente du score ESG attribué au groupe s'explique notamment par les progrès réalisés des KPIs sur le volet social, ainsi que la réduction en 2024 de l'intensité énergétique (-14%) et de l'intensité en émissions directes (Scope 1 et 2), en baisse de 32% par rapport à 2022.

Profil financier

Résultats et profitabilité

En 2024, le chiffre d'affaires consolidé du groupe a légèrement baissé, marqué par une disparité importante entre les différents pôles d'activité. Le pôle Caterpillar (incluant les segments Construction de Bergerat Monnoyeur et Energie à travers Eneria) a affiché une performance globalement inchangée par rapport à 2023. Cette stabilité résulte d'une croissance de chiffre d'affaires de l'ordre de €90m en Pologne et en Algérie, qui a partiellement compensé le recul d'environ €110m enregistré en France et en Belgique, principalement imputable à une contraction des ventes et des activités de location. Le pôle agricole, quant à lui, a enregistré une baisse significative de 41% de son chiffre d'affaires par rapport à l'exercice précédent, due à l'arrêt des subventions agricoles européennes en Roumanie, réduisant ainsi les CapEx des clients. À l'inverse, la dynamique très favorable du pôle digital (Arkance) a contribué à compenser ces reculs sectoriels, en affichant une croissance très soutenue de ses revenus, en hausse de 88% sur un an. Cette croissance est en grande partie attribuable aux opérations M&A menées récemment, notamment l'acquisition de VinZero en 2023 et de CADD Microsystems en 2024, qui ont significativement renforcé la présence du groupe sur les marchés nord-américain et asiatique.

L'EBITDA ajusté principalement des locations simples est resté stable à €376m en 2024, avec une marge ajustée en légère amélioration de 11.6% (vs 11.4% en 2023). Cette progression témoigne d'une amélioration de l'efficacité opérationnelle du groupe. La contribution principale à l'EBITDA non ajusté (hors locations simples) provient du pôle des biens d'équipement (notamment Bergerat Monnoyeur) et du pôle de manutention (Aprolis), représentant ensemble environ 80% de l'EBITDA consolidé. Ces deux pôles bénéficient d'une rentabilité robuste, largement portée par les activités de location de matériel, particulièrement résilientes dans un environnement de marché contrasté. Le pôle digital (Arkance) représente environ 12% de l'EBITDA 2024, avec une nette amélioration de la rentabilité. La marge d'EBITDA du pôle Arkance s'est renforcée de 240 points de base, passant de 3.7% en 2023 à 6.2% en 2024. Cette progression est attribuable à la montée en puissance de VinZero, consolidée sur un exercice complet, ainsi qu'à une forte dynamique de ventes des solutions Autodesk, qui bénéficient d'une demande croissante dans le secteur de la construction. En revanche, la marge d'EBITDA du pôle agriculture s'est nettement dégradée en passant de 10.6% en 2023 à 4.1% en 2024 dû à la forte baisse du chiffre d'affaires alors que les coûts restent importants. Nous considérons que cette baisse est conjoncturelle, compte tenu des facteurs externes évoqués précédemment.

Le niveau de marge d'EBITDA ajusté (après ajustement sur les locations simples) devrait se stabiliser autour de 11.5% dans les années à venir étant donné la forte croissance attendue d'Arkance surtout aux Etats-Unis et une résilience du pôle Bergerat Monnoyeur. L'évolution du marché agricole Roumain a été favorisée par le nouveau programme de subventions à partir de septembre 2024. Ce dernier devrait soutenir la reprise des volumes en 2025. À l'inverse, le contexte économique en Turquie reste pénalisant, avec une inflation persistante et des taux d'intérêt élevés, pesant toujours sur la rentabilité du pôle agricole dans cette zone.

Génération de trésorerie et levier

En 2024, le groupe a généré un cash-flow opérationnel de €366m, en nette amélioration par rapport à €172m en 2023, grâce à une variation positive du BFR de €147m (vs €-71m en 2023). Ce gain a résulté principalement d'une réduction de 10% des stocks et d'une gestion plus efficace des créances clients et dettes fournisseurs. Suite aux perturbations sur les chaînes d'approvisionnement en 2023, les délais de livraisons se sont rallongés à cause du temps nécessaire de préparation et de test des engins. Ainsi, le niveau des stocks a atteint un pic de €717m en 2023 (vs un niveau moyen de €450m sur la période (2018-22)). L'écoulement de ces derniers a commencé en 2024 avec une baisse de 10% et ce rythme devrait continuer en 2025. Le groupe a donc dégagé un free-cash-flow ajusté positif (après M&A et investissements financés sous forme de locations financières, et avant dividendes), qui est ressorti en forte hausse à €156m (vs -€334m en 2023). Cette variation s'explique principalement par la sortie de trésorerie pour croissance externe, qui s'élevait à €275m en 2023 (acquisition de VinZero), contre seulement €62m en 2024 (acquisition de CADD Microsystems). La politique de distribution de dividendes est restée stable et alignée avec la stratégie historique du groupe, avec un taux de distribution compris entre 30% et 40% du résultat net.

Depuis 2021, la dette nette ajustée du groupe a fortement augmenté, passant de €576m à fin 2021 à €1.1mds à fin 2024, en raison principalement de la mise en œuvre d'une stratégie de croissance, à travers le développement de la flotte et des opérations de croissance externe. La forte croissance de l'EBITDA, d'environ 61% entre 2021 et 2024, a toutefois permis de limiter la détérioration du levier. Ainsi, le levier net ajusté (principalement des locations simples et des engagements de retraite) par EthiFinance Ratings est passé de 2.5x à fin 2021 à 2.9x à fin 2024. Le ratio fonds propres/dette financière brute ajustée s'est aussi détérioré sur la même période, passant de 69% à fin 2021 à 50% à fin 2024, un niveau que nous considérons comme faible au regard de la notation actuelle. A court-terme, nous prévoyons un endettement brut ajusté (après ajustement sur les locations simples) stable autour €1.6mds. Le ratio de levier net ajusté devrait donc progressivement s'améliorer sur notre période de projection jusqu'en 2027 en l'absence d'acquisitions significatives et en prenant en compte €250m de CapEx annuel en moyenne (incluant la flotte sous CBM).

Structure de la dette

La dette brute du groupe s'élevait à €1.6mds à fin 2024 (€1.0mds hors engagements sur crédit-bail) pour une trésorerie de €544m et €4.4m d'équivalents de trésorerie. Hors engagements sur crédit-bail, les principaux financements et lignes de crédit au niveau de M Finance se composent :

- d'un programme NEU CP de €200m (utilisé à hauteur de €45m à fin 2024)
- d'un « term loan » de €200m mis en place en 2022 pour l'acquisition de VinZero en 2023
- d'un crédit syndiqué mis en place en 2019 et étendu en 2021, dont €197m de tranches A et B à fin 2024. La tranche RCF (€250m) n'était pas utilisée à fin 2024.
- d'un Euro PP de €150m (soumis à un niveau de covenant de 3.5x qui a été respecté à fin 2024)
- Deux Prêts USPP de €200m et €70m, respectivement.

Les financements au niveau de Monnoyeur SAS sont les suivants :

- Deux Prêts Participatifs Relance (PPR) de €76m et €24m, respectivement

Nos ajustements de dette s'élèvent à €215m, incluant €20m de ligne de factoring, €27m de provisions pour engagements de retraites, €155m de dettes liées à des locations simples (capitalisées conformément à notre méthodologie) ainsi que €13m de crédits-baux datant d'avant 2021. Sur cette base, la dette nette ajustée ressort à €1.1mds pour un levier net ajusté de 2.9x à fin 2024.

Le ratio de couverture des intérêts s'est détérioré depuis 2022 en passant de 12.7x en 2022 à 6.2x en 2023, et puis 4.5x en 2024. Cela s'explique par l'exposition de la structure de dette du groupe aux taux variables, avec le renouvellement des crédits baux arrivés à échéance finançant les flottes de location et la non couverture d'une partie minoritaire de la dette bancaire, ainsi que par la hausse de la dette sur la même période. Ainsi, le taux d'intérêt moyen du groupe est passé de 2.6% en 2022 à 4.4% en 2023 et 5.2% en 2024. Cependant, dans un contexte actuel de baisse des taux (Euribor-3 mois actuellement à 2.0%), nous estimons une amélioration graduelle de ce taux sur notre période de projection.

Liquidité

Nous considérons que le groupe Monnoyeur présente un profil de liquidité qualifié de « Supérieur », reflétant à la fois une capacité affirmée à faire face à un éventuel resserrement des conditions d'accès au financement et une structure de refinancement robuste.

Perspectives d'évolution des ratios de crédit (CMEE)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit (CMEE) est Stable. Nous considérons que les ratios de crédit ne devraient pas changer significativement dans les 12 prochains mois.

Projections financières

Nos projections, sur la période 2025-2027, reposent sur les principales hypothèses suivantes :

- Un taux moyen de croissance du chiffre d'affaires de 6.4%, tiré par le pôle Arkance et un rétablissement du pôle d'agriculture.
- Une stabilité de la marge d'EBITDA ajusté
- Un levier net ajusté en amélioration à 2.5x en moyenne.

Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers. €m				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Chiffre d'affaires	2 645	3 291	3 249	-1.3%
EBITDA ajusté ⁽¹⁾	295	375	376	0.3%
Marge d'EBITDA ajusté ⁽¹⁾	11.2%	11.4%	11.6%	0.2pp
EBIT	124	158	133	-15.4%
Marge d'EBIT	4.7%	4.8%	4.1%	-0.7pp
EBT	107	110	67	-39.4%
Total de l'actif	2 384	2 923	3 327	13.8%
Capitaux propres	728	777	809	4.0%
Dette totale ajustée ⁽²⁾	1 026	1 343	1 638	21.9%
Dette nette ajustée ⁽²⁾	738	1 142	1 089	-4.6%
Capitaux propres / Dette totale ajustée ⁽²⁾	70.9%	57.9%	49.4%	-8.5pp
Dette nette ajustée / EBITDA ajusté ^{(1) (2)}	2.5x	3.0x	2.9x	-0.1x
Capacité d'autofinancement (CAF)	242	279	261	-6.6%
CAF / Dette nette ajustée ⁽²⁾	32.8%	24.5%	24.0%	-0.5pp
EBITDA ajusté / Intérêts ⁽¹⁾	12.7x	6.2x	4.5x	-1.8x

(1) L'EBITDA ajusté exclut les dépenses liées aux charges de loyer (locations simples et crédits-baux datant d'avant 2021).

(2) La dette ajustée inclut les dettes liées aux contrats de location simple, la ligne de factoring, les provisions pour retraites et les crédits-baux datant d'avant 2021

Sensibilité de la notation

- Liste des notations
 - Instrument de NEU CP : EF2

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- Facteurs positifs (↑)

Un rehaussement de la notation de Monnoyeur au niveau EF1 pourrait être envisagé en cas de rehaussement de la notation long-terme de référence tout en maintenant un CMEE Stable et un profil de liquidité « supérieur » ou « adéquat ». Cette amélioration de la notation long-terme de référence pourrait intervenir si le levier net ajusté devenait durablement inférieur à 2.0x. Par ailleurs, une amélioration de la diversification du groupe, notamment dans les services, pourrait permettre d'améliorer le positionnement concurrentiel de Monnoyeur et nuancer les contraintes liées au secteur de la construction.

- Facteurs négatifs (↓)

La notation de Monnoyeur pourrait être revue à la baisse en cas de dégradation de la notation long-terme de référence assortie d'une dégradation du profil de liquidité et/ou du CMEE. Une telle évolution traduirait une dégradation significative du profil financier du groupe, notamment au travers d'une hausse durable du levier net ajusté aux alentours de 3.0x.

The following report is a translation of the French version of the rating report. It does not contain additional figures or informations beyond the French version, which remains the main version.

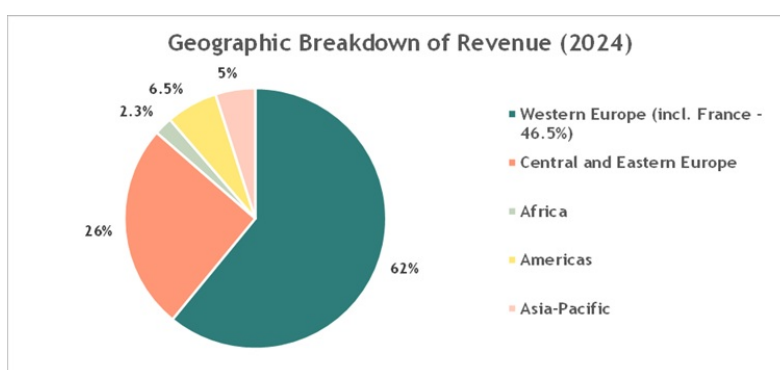
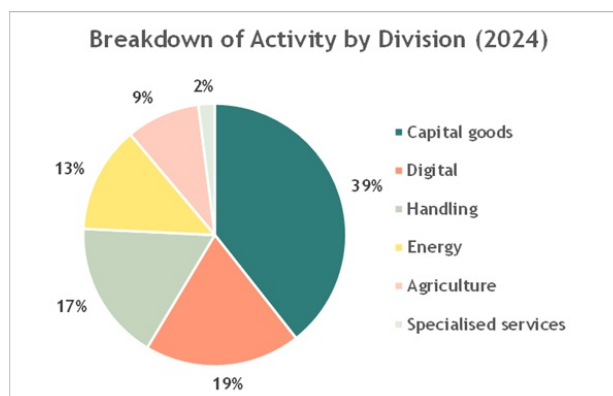
Rating action and rationale

- EthiFinance Ratings affirms M Finance SAS' short-term rating for the NEU CP instrument (up to €200m) at EF2.
- M Finance, a wholly owned subsidiary of Monnoyeur SAS, manages its bank debt, centralising cash and finance operating companies, through internal loans and current accounts. To this end, M Finance's rating, which serves as a reference for the rating of the NEU CP programme, was deemed to be intrinsically linked to the rating attributable to the Monnoyeur group since the program is guaranteed by Monnoyeur SAS.
- The Monnoyeur Group specializes in the distribution of equipment and services for the construction, industrial, agricultural, and energy sectors.
- The affirmation of our rating is based on several solid fundamentals. The group enjoys a strong competitive position as the exclusive distributor of Caterpillar in France for nearly a century. This long-standing relationship is reinforced by a continuous strategy of diversification into digital services, particularly through recent acquisitions: Vinzero in 2023 and CADD Microsystems in 2024. Simultaneously, Monnoyeur also aims to increase the share of recurring revenues (e.g., service contracts in maintenance and rental activities). Moreover, the group's stable family ownership structure and disciplined financial management have helped maintain the group's reported net leverage below 3.5x over the historical period (2019–2024), strengthening its financial profile and, ultimately, our rating. Monnoyeur also exhibits a "Superior" liquidity profile, reflecting a strong ability to meet short-term financial commitments, which is a favorable factor in the short-term rating assessment.
- Nevertheless, our rating is constrained by the underperformance of the agricultural division, particularly in Romania, Turkey, and Croatia, which experienced a significant cyclical downturn in 2024, with a 41% decline in revenue. This negative trend has led to a sharp drop in profitability, with the division's EBITDA margin falling from 10.6% in 2023 to 4.1% in 2024, indicating cost rigidity within the division. This drop was mainly due to adverse weather conditions and the unexpected suspension of agricultural subsidies within the European Union. However, the management expects a strong recovery starting in the second half of 2025, driven by robust commercial momentum—especially in Romania, where the order book shows a strong rebound due to the resumption of EU agricultural subsidies. Additionally, although the net leverage is consistent with the group's rating, the capitalization ratio (50%) and interest coverage ratio (4.5x) are considered weak relative to the group's overall rating level. Nonetheless, we anticipate a gradual improvement in these ratios, supported by lower interest rates and cumulative retained earnings.
- In line with our methodology, the construction, services, and distribution sectors used to assess the group's ESG sector risk entail moderate ESG risks (heatmap score between 3 and 3.5). Thus, the industry assessment is not negatively impacted by sector-related ESG considerations.
- Our evaluation of the group's ESG policy yielded a positive score (between 0 and 1). Monnoyeur's governance stands out as a key strength in its ESG assessment, aligning closely with the standards observed in large listed companies. Social performance is improving, while environmental performance shows an upward trend, although still lagging behind the group's commitments, which are validated by the Science Based Targets initiative (SBTi). Therefore, our rating was positively impacted by the integration of ESG criteria.

Issuer description

Monnoyeur is a family-owned group founded in 1906, specializing in the distribution of capital goods and the provision of services for the construction, industrial, agricultural, and energy sectors. A historic distributor of the Caterpillar brand in France since 1929, the group has progressively expanded its operations internationally and is now present in 23 countries across five continents. This geographic expansion has been accompanied by a gradual diversification of its business activities, now organized into six main segments: (i) Capital goods distribution (Bergerat Monnoyeur), (ii) Power generation solutions (Eneria), (iii) Material handling equipment (Aprolis), (iv) Agricultural machinery, (v) Digital services (Arkance) and (vi) specialised services (civil engineering-related tire services and equipment repair).

In 2024, Monnoyeur generated consolidated revenue (including asset disposals) of €3.3bn, representing a 1.3% decline compared to 2023. The adjusted EBITDA (excluding lease expenses) amounted to €376m, corresponding to an EBITDA margin of 11.6%, slightly up from 11.4% in 2023. As of year-end 2024, the group's adjusted net leverage stood at 2.9x, slightly down from 3.0x in 2023.



Source : Annual and sustainability report 2024, Monnoyeur.

Fundamentals

Business risk profile

Industry risk assessment

- A multi-sector exposure predominantly driven construction and public works

Through its niche activities, the Monnoyeur Group primarily operates in the construction sector, with a strong focus on public works. It also engages across a broad spectrum of other industrial sectors, reflecting a gradual diversification of its exposure. These include waste treatment, logistics, rail, aerospace, and agriculture. This sectoral diversification serves as a partial mitigant against the inherent cyclicity of certain business lines, enhancing the group's resilience profile.

The group's growth prospects are closely tied to the evolution of the macroeconomic environment, particularly GDP growth in the construction, agriculture, and manufacturing sectors. While construction remains a cyclical industry, it continues to represent a significant share of total investment (around 10% of investment-related GDP in Europe), offering a strong base of opportunities for well-positioned players like Monnoyeur. Additionally, the expansion of equipment rental services constitutes a structural growth driver for the group, reinforcing its recurring revenue base and enhancing flexibility.

The gradual digitalization of the construction sector, especially through the increasing adoption of Building Information Modeling (BIM) solutions, represents another vector of expansion. This is fully aligned with Monnoyeur's strategic positioning through its digital services subsidiary, Arkance. Furthermore, the exclusive distribution system established by Caterpillar with its dealers provides Monnoyeur with broad access to a diverse client base, further strengthening its competitive position in the construction equipment market.

- A level of profitability correlated with both competition and distribution activity

As with all players in the distribution sector, Monnoyeur's margins remain constrained by multiple factors. On one hand, the intense competitive pressure in the construction equipment supply market limits pricing power, reducing the ability of distributors to sustain or improve profitability. In addition, there is a divergence in profitability across the sectors served, many of which are themselves cyclical and subject to inflationary pressures or regulatory headwinds,

notably in construction, mining, public works, and agriculture.

In this context, the EBITDA margin of the Bergerat Monnoyeur division stood at 7.6% in 2024, which is naturally lower than that of WesTrac Pty, the exclusive Caterpillar dealer for Western Australia, which is a market dominated by mining projects, which account for 60% of domestic demand for Caterpillar machinery. In 2024, WesTrac reported €3.3bn in revenue with an EBITDA margin of 11%, reflecting the higher profitability of the mining sector relative to construction. This is mainly attributable to a larger-scale equipment used in mining, along with greater share of high-margin services and maintenance, since mining operations typically run 24/7, increasing the need for continuous support and uptime.

Company's competitive positioning

- **Monnoyeur: historical, exclusive partnership with Caterpillar in France**

Monnoyeur is the exclusive distributor of Caterpillar in several countries, including France, Algeria, Romania, Poland, Belgium, and Luxembourg. Caterpillar is an American industrial group and the global leader in the manufacturing of machinery for the construction, mining, and energy sectors. Its business model relies on a network of independent distributors, carefully selected for their financial robustness and their ability to sustainably represent the brand within their respective territories. These partnerships are typically long-term in nature, with an average tenure of around 50 years. Monnoyeur is a prime example of this strategic continuity, representing Caterpillar in France since 1929.

Furthermore, as early as the 1970s, the group expanded its activities to include the exclusive distribution of power generation solutions through its subsidiary Eneria. This exclusive distribution agreement is viewed as a significant barrier to entry in the regions where Monnoyeur operates. It provides the group with a structural competitive advantage by (i) granting privileged access to a well-established, globally recognized product portfolio, and (ii) positioning Monnoyeur as a key player within the Caterpillar regional ecosystem.

- **Improving diversification despite the prevailing share of business with Caterpillar**

Monnoyeur maintains a significant commercial dependence on Caterpillar. As of end-2024, approximately 53% of Monnoyeur's consolidated revenue and nearly 42% of its EBITDA were generated from the distribution of Caterpillar products. However, the group also works with other global brands such as John Deere in the agricultural sector, Mitsubishi in material handling, and Autodesk in digital services.

Despite this concentration, we consider the risk of a partnership termination to be limited due to the long-standing relationship between the two entities, established in 1929, the economic model of Caterpillar which is based on a stable network of independent distributors, and the specific contractual framework implemented by the American manufacturer. In fact, distribution agreements are directly governed by Caterpillar, and any transfer between distributors is subject to its prior approval, along with a financial transaction that resembles a company sale. This contractual structure ensures a level of stability significantly greater than that observed in other sectors, particularly in the automotive industry. Furthermore, Monnoyeur benefits from a diversified client portfolio in the construction segment, made up of both large groups and mid-sized companies. The top 10 clients account for approximately 3% of consolidated revenue, thereby limiting customer concentration risk.

- **A continuous development of the distribution network outside of France, as well as into other activities**

Monnoyeur is now positioned as an integrated services group targeting the construction, industrial, and, to a lesser extent, agricultural sectors. Historically focused on the distribution of capital goods, the group has successfully implemented a gradual diversification strategy, both geographically and by end-consumer sector, combining organic growth with targeted acquisitions.

The expansion into the agricultural sector has taken shape through exclusive contracts with John Deere for the distribution of agricultural equipment in Romania, Croatia, and Turkey. In parallel, Monnoyeur diversified into the digital segment applied to the construction sector by creating the Arkance brand in 2018, dedicated in part to the distribution of Autodesk software solutions. This digital division has experienced rapid international expansion through a series of bolt-on acquisitions, such as VinZero in 2023 and CADD Microsystems in 2024, allowing the group to establish software distribution activities in the United States, Asia, and Oceania.

Monnoyeur has also developed niche activities linked to its historical operations, including specialized maintenance, tire services, and hydraulic hose repair solutions for heavy equipment used in the construction sector. Despite a continued significant dependence on Bergerat Monnoyeur (Caterpillar), the group's development strategy over recent years has enabled it to improve its diversification. This is reflected in the division's share of group revenue, which has decreased from 72% in 2017 to 53% in 2024—an evolution we consider favorable in Monnoyeur's credit quality.

Governance

• Shareholders

Monnoyeur is owned by the Monnoyeur family, which holds 98% of equity. The remainder of the capital is held by employees (2%).

• Quality of the management team

Since 2018, the management of the Monnoyeur Group have been assumed by the fourth generation of the founding family, marking a continuation in the group's shareholder legacy. Half of the board members comes from the founding family, providing the group with notable organizational stability, but also reflecting a highly internalized governance model. The group's financial policy is characterized by a dynamic yet overall prudent approach. Industrial investments, excluding rental fleet and external growth operations, represent on average about 4.0% of revenue. Monnoyeur's management also pursues an opportunistic external growth strategy, with numerous bolt-on acquisitions in recent years, mainly in the digital sector through its Arkance business unit.

Despite this investment dynamic, the group's financial structure remains under control. Net debt is contained, allowing Monnoyeur to maintain a medium-term net leverage target of around 2.5x (excluding operating and financial leases), well below the contractual covenant set at 3.5x. This financial discipline strengthens the group's flexibility in the face of potential market developments. The dividend distribution policy remains moderate, with a payout ratio ranging between 30% and 40% of net income in recent years.

• ESG policy

Monnoyeur is fully aware of the energy transition challenge in its sector, which is among the most polluting. According to the group's most recent carbon footprint assessment, 99.5% of its emissions fall under indirect emissions (Scope 3), with 91% generated through the use of equipments by its clients. The group's direct emissions (Scope 1 & 2), which account for only 0.5% of the total, are mainly tied (at 85%) to its internal vehicle fleet. To reduce the environmental impact of its operations, Monnoyeur has committed to a progressive decarbonization strategy, including reductions in energy consumption, CO₂ emissions, and waste generation.

As part of this commitment, the group received validation of its climate targets by the Science Based Targets initiative (SBTi) in 2023. It has committed to reduce Scope 1 and 2 emissions by 42% by 2030, using 2021 as the baseline year (with a reduction of only 3% achieved so far by end-2024). For Scope 3 emissions, the target is a 51.6% (in % of added value) over the same period. The recent improvement in the group's ESG score is mainly attributable to progress in social KPIs, as well as the 2024 reduction in energy intensity (-14%) and direct emissions intensity (Scope 1 and 2), which declined by 32% compared to 2022.

Financial risk profile

Results and profitability

In 2024, the group's consolidated revenue slightly declined, marked by a significant disparity between the various business segments. The Caterpillar division (including the Construction - Bergerat Monnoyeur and Energy - Eneria) recorded a performance broadly in line with 2023. This stability was the result of approximately €90m in revenue growth in Poland and Algeria, which partially offset a decline of around €110m in France and Belgium, mainly due to a contraction in equipment sales and rental activity.

The agriculture division, by contrast, recorded a sharp 41% drop in revenue compared to the previous year, caused by the suspension of European agricultural subsidies in Romania, which curtailed clients' CapEx. On the other hand, the very strong momentum of the digital division (Arkance) helped offset these sectoral declines, posting robust yoy revenue growth of 88%. This growth is largely attributable to recent M&A activity, notably the acquisition of VinZero in 2023 and CADD Microsystems in 2024, which significantly expanded the group's footprint in the North American and Asian markets.

Adjusted EBITDA (excluding operating leases) remained stable at €376m in 2024, with a slightly improved margin of 11.6% (vs 11.4% in 2023). This increase reflects improved operational efficiency across the group. The main contribution to adjusted EBITDA came from the capital goods division (notably Bergerat Monnoyeur) and the material handling division (Aprolis), which together accounted for approximately 80% of consolidated EBITDA. Both divisions benefit from solid profitability, largely supported by equipment rental activities, which have proven resilient in a mixed market environment. The digital division (Arkance) represented around 12% of 2024 EBITDA, with a notable improvement in profitability. Arkance's EBITDA margin increased by 240 basis points, rising from 3.7% in 2023 to 6.2% in 2024. This improvement is attributable to the scaling up of VinZero, resulting from a full year consolidation, and strong sales momentum in Autodesk solutions, which benefit from growing demand in the construction sector.

In contrast, the agricultural division's EBITDA margin deteriorated significantly, dropping from 10.6% in 2023 to 4.1% in 2024, due to the sharp revenue decline while fixed costs remained high. We consider this margin compression to be

temporary, due to the external factors previously mentioned. The adjusted EBITDA margin is expected to stabilize around 11.5% over the coming years, supported by the strong growth outlook for Arkance, particularly in the United States, and the resilience of the Bergerat Monnoyeur division. The Romanian agricultural market benefited from a new subsidy program starting in September 2024, which should support volume recovery in 2025. Conversely, economic conditions in Turkey remain challenging, with persistent inflation and high interest rates continuing to weigh on the agricultural division's profitability in that region.

Cash flow and leverage

In 2024, the group generated operating cash flow of €366m, a significant improvement compared to €172m in 2023, driven by a positive change in working capital of €147m (vs €-71m in 2023). This gain mainly resulted from a 10% reduction in inventories and more efficient management of trade receivables and payables. Following supply chain disruptions in 2023, delivery times had lengthened due to the additional time required for the preparation and testing of equipment. As a result, inventory levels peaked at €717m in 2023 (compared to a historical average of €450m over 2018–2022). The reduction of these inventories began in 2024 with a 10% decline, and this trend is expected to continue into 2025.

The group therefore generated a positive adjusted free cash flow (after M&A, investments financed through financial leases, and before dividends), which increased significantly to €156m (vs €-334m in 2023). This variation is mainly explained by lower cash outflows for external growth with €275m in 2023 (acquisition of VinZero), compared to only €62m in 2024 (acquisition of CADD Microsystems). The dividend distribution policy remained stable and consistent with the group's historical strategy, with a payout ratio between 30% and 40% of net income.

Since 2021, the group's adjusted net debt has increased significantly, rising from €576m at end-2021 to €1.1bn at end-2024, mainly due to the implementation of a growth strategy, including fleet expansion and external growth operations. However, the strong EBITDA growth of around 61% between 2021 and 2024 have helped contain the deterioration of leverage. Accordingly, adjusted net leverage, as calculated by EthiFinance Ratings, increased only from 2.5x at end-2021 to 2.9x at end-2024. The equity-to-adjusted gross debt ratio also deteriorated over the same period, declining from 69% at end-2021 to 50% at end-2024, a level we consider weak relative to the current rating.

In the short term, we forecast stable adjusted gross debt (including leases) at around €1.6bn. The adjusted net leverage ratio is therefore expected to gradually improve over our forecast horizon to 2027, assuming no significant acquisitions and taking into account average annual CapEx of €250m, including the fleet under financial leases.

Capitalisation

The group's gross debt amounted to €1.6bn at end-2024 (€1.0bn excluding lease liabilities), against €544m in cash and €4.4m in cash equivalents. Excluding lease liabilities, the main financing instruments and credit lines held at the M Finance level consist of the following:

- NEU CP program of €200m (of which €45m was drawn at end-2024)
- €200m of term loan set up in 2022 to finance the acquisition of VinZero in 2023
- Syndicated loan arranged in 2019 and extended in 2021, with €197m outstanding in tranches A and B at end-2024. The RCF tranche (€250m) was undrawn at year-end
- An Euro PP of €150m, subject to a covenant level of 3.5x, which was complied with as of end-2024
- Two USPP loans, amounting to €200m and €70m, respectively

At the Monnoyeur SAS level, the following loans were in place:

- Two Relance Participatory Loans (PPR), totaling €76m and €24m, respectively

Our debt adjustments amount to €215m, including:

- €20m in factoring facilities,
- €27m in pension liabilities,
- €155m in operating lease liabilities (capitalized in accordance with our methodology),
- and €13m in pre-2021 finance leases.

On this basis, adjusted net debt stands at €1.1bn, resulting in an adjusted net leverage ratio of 2.9x at end-2024.

The Group's interest coverage ratio has weakened significantly since 2022, declining from 12.7x that year to 6.2x in 2023, and further to 4.5x in 2024. This deterioration is primarily driven by the group's exposure to floating-rates, compounded by an increased debt over the same period. Additional pressure stems from the renewal of maturing finance leases used to fund rental fleets, as well as a minority share of bank debt that remains unhedged. Consequently, the average cost of debt rose from 2.6% in 2022 to 4.4% in 2023, and reached 5.2% in 2024. However, in the context of easing monetary conditions—reflected in the 3-month Euribor currently standing at 2.0%—we expect a gradual decline in the Group's average interest rate over our forecast period.

Liquidity

We consider Monnoyeur to have 'superior' liquidity, reflecting both a good liquidity level, in a context of limited financing access, and a solid refinancing profile.

Credit Metrics Expected Evolution (CMEÉ)

Our Stable CMEÉ reflects that credit metrics are expected to remain broadly unchanged over the next twelve months.

Financial forecasts

Our projections for the 2025–2027 period are based on the following key assumptions:

- An average revenue growth rate of 6.4%, driven by the Arkance division and a recovery in the agriculture division.
- Stability in the adjusted EBITDA margin.
- An improvement in adjusted net leverage, averaging 2.5x over the period.

Main financial figures

Main financial figures. millions of EUR				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Turnover	2 645	3 291	3 249	-1.3%
Adj EBITDA ⁽¹⁾	295	375	376	0.3%
Adj EBITDA Margin ⁽¹⁾	11.2%	11.4%	11.6%	0.2pp
EBIT	124	158	133	-15.4%
EBIT Margin	4.7%	4.8%	4.1%	-0.7pp
EBT	107	110	67	-39.4%
Total Assets	2 384	2 923	3 327	13.8%
Equity	728	777	809	4.0%
Adj Total Financial Debt ⁽²⁾	1 026	1 343	1 638	21.9%
Adj Net Financial Debt ⁽²⁾	738	1 142	1 089	-4.6%
Equity/ adj TFD ⁽¹⁾	70.9%	57.9%	49.4%	-8.5pp
Adj NFD/adj EBITDA ⁽¹⁾⁽²⁾	2.5x	3.0x	2.9x	-0.1x
Adj Funds From Operations	242	279	261	-6.6%
Adj FFO/ adj NFD ⁽²⁾	32.8%	24.5%	24.0%	-0.5pp
Adj EBITDA/Interest ⁽¹⁾	12.7x	6.2x	4.5x	-1.8x

(1) Adj EBITDA excludes operating expenses related to leases

(2) Adj debt includes pension benefits, non-recourse factoring, IFRS 16 leases and financial leases

Rating sensitivity

- **Rating list:**
 - NEU CP: EF2

Factors that may (individually or collectively) impact the rating:

- **Positive factors (↑)**

An upgrade of Monnoyeur's rating to EF1 could be considered if the reference long-term rating is upgraded, while maintaining a stable CMEE and a "superior" or "adequate" liquidity profile. The reference long-term rating could be upgraded if the company's adjusted net leverage were to fall below 2.0x on a sustained basis. In addition, further diversification, particularly into services, could improve its competitive positioning, and mitigate the constraints associated with construction.

- **Negative factors (↓)**

Monnoyeur's rating could be downgraded as a result of a fall in the reference long-term rating, combined with deterioration in the liquidity profile and/or the CMEE. This would reflect a significant pression on the financial profile, particularly an increase in adjusted net leverage ratio to around 3.0x.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are considered to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is

elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid