



ISSUER RATING  
ShortTerm



INSTRUMENT RATING  
NeuCP

**Initiation date** 30/11/2022  
**Rating Date** 08/10/2025

## Contacts

### Lead analyst

Reda Mouaacha  
reda.mouaacha@ethifinance.com

### Committee chair

Marc Pierron  
marc.pierron@ethifinance.com

## Action de notation et justification

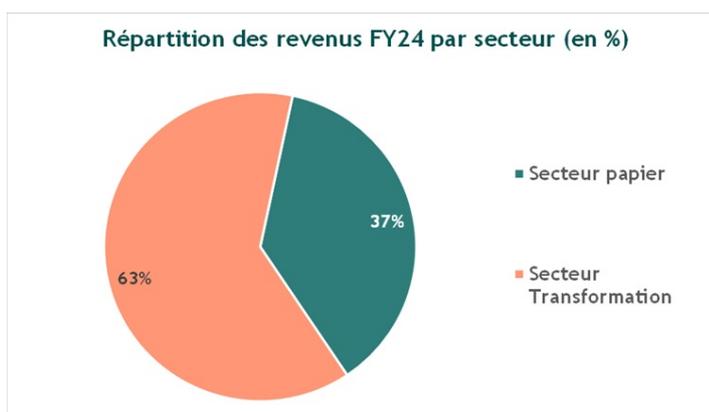
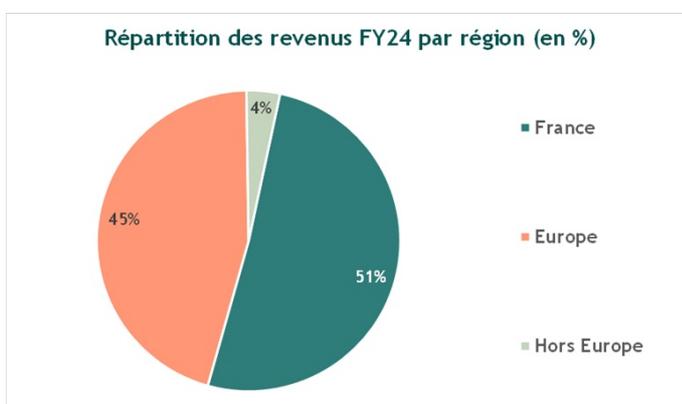
- EthiFinance Ratings confirme la notation d'Exacompta Clairefontaine SA ainsi que de son instrument NEU CP de €125m à EF1.
- Exacompta Clairefontaine est un groupe industriel français spécialisé dans la fabrication et la commercialisation de papiers, articles de papeterie et fournitures de bureau.
- Ces notations reflètent un profil financier toujours en amélioration en 2024, malgré la stagnation des volumes de ventes, liée au recul de la demande. Notre notation reste toutefois assujettie à un plafonnement « capping » dû à l'écart important entre le profil business « secteur » et le profil financier de la société. L'amélioration du profil s'est traduite par une dette nette négative et par une baisse plus limitée qu'anticipée de l'EBITDA ajusté. Nous considérons ce niveau comme très satisfaisant pour un acteur opérant dans un secteur capitalistique et en déclin. Nous anticipons son maintien sur notre période de projection 2025-27, malgré un repli attendu de l'EBITDA, avec une marge moyenne projetée autour de 9.2%. Exacompta Clairefontaine conserve sa position de producteur de référence sur le marché européen, avec des marges en ligne avec la moyenne sectorielle et une forte réactivité aux conditions du marché, lui permettant de maintenir un niveau maximal de production.
- Toutefois, la notation demeure contrainte par la faiblesse de la demande des produits de papier en France et en Europe, marquée par la fermeture d'usines et l'arrêt des lignes de production face à une baisse des commandes. En parallèle, la notation est aussi contrainte par la volatilité des prix de la pâte à papier et des coûts énergétiques, qui pèsent sur la rentabilité du groupe en fonction des cycles. Dans un contexte de faible diversification produit, ces facteurs pourraient peser de manière significative sur les activités du groupe dans leur ensemble.
- Conformément à notre méthodologie, le secteur du papier est rattaché à l'industrie des matériaux et produits chimiques sur notre heatmap et présente un risque ESG élevé (score de la heatmap compris entre 4 et 5) en raison de son impact sur l'environnement, ce qui contraint notre évaluation ESG du secteur. En effet, le secteur a un impact important sur le climat et la pollution au travers de consommation d'eau et d'émissions de GES ainsi que des risques de génération de pollution (air, eau, déchets dangereux).
- En revanche, notre évaluation de la politique ESG de la société fait ressortir un score neutre (score compris entre 1.5 et 3.5) en raison de la stabilité du score par rapport à l'année dernière. Notre notation est donc impactée par la prise en compte des critères ESG liés au secteur.

## Description de l'émetteur

Exacompta Clairefontaine est spécialisé dans la production et la finition du papier ainsi que de sa transformation en produits finis. C'est un groupe familial qui opère à travers deux segments : le papier (production, finition et mise en format de papier) et la transformation (façonnage d'articles de papeterie, de bureau et de classement et digital photos) avec une large gamme de produits comprenant notamment des ramettes de papier, des articles scolaires, des articles de classement, des articles millésimés (agenda et calendrier), des articles à destination des loisirs créatifs et plus récemment une offre d'édition et développement de photos, accessible sur PC et smartphone.

En 2024, le chiffre d'affaires du groupe s'élevait à €831m pour un EBITDA ajusté (retraité de la plus-value sur cessions immobilières) par EthiFinance Ratings de €96m et une dette nette ajustée négative. Cette dernière est retraitée du prêt actionnaire et mais inclut les engagements de retraites.

Exacompta Clairefontaine est coté à hauteur de 19.5% sur Euronext Growth avec une capitalisation boursière s'élevant à €175.4m au 2 octobre 2025.



Source : Exacompta Clairefontaine

## Fondamentaux

### Profil d'activité

#### Appréciation du risque sectoriel

- **Adaptation et résilience dans un marché du papier en déclin**

Exacompta Clairefontaine opère sur un marché structurellement en repli, marqué par une baisse moyenne de 3% par an de la consommation européenne de papiers d'impression et d'écriture depuis 2005, sous l'effet de la digitalisation et de l'évolution des usages dans l'éducation et le travail. Le groupe a toutefois su s'adapter à cet environnement difficile et joue un rôle actif dans la consolidation du secteur. Après une contraction significative de 12.8% en 2023, la production européenne de papiers et cartons a progressé de 5.9% en 2024 (source : CEPI). Cette reprise intervient toutefois dans un contexte de réduction continue des capacités, le nombre d'usines à papier étant passé de 752 en 2020 à 713 en 2024. En France, le secteur a également enregistré un rebond, avec une hausse de 6.3% en volume de production en 2024 (soit environ 6.5 Mt, source : CCFI), sans pour autant compenser le recul de 2023. Cette progression a été portée par une demande accrue dans les segments en croissance (emballages, papiers d'hygiène) et, de façon plus ponctuelle, par un regain d'activité sur certains papiers graphiques (bureautique, magazines, livres) dont la consommation était en déclin structurel depuis près de 20 ans.

- **Des barrières à l'entrée élevées mais sous pression sectorielle**

Le secteur papetier présente des barrières à l'entrée élevées, liées à son intensité capitalistique, au savoir-faire requis, à la valeur des marques et à la capacité à répondre aux exigences d'une clientèle constituée de grands donneurs d'ordre. Ces barrières sont toutefois partiellement atténuées par la présence de grands groupes actifs sur des marchés connexes, dans une industrie dont la rentabilité dépend fortement des taux d'utilisation des capacités. Au cours des dix dernières années, l'Europe a connu de nombreuses fermetures d'usines, en particulier parmi les producteurs de papier graphique et plus spécifiquement de papier destiné à la presse et aux magazines.

- **Impact des fluctuations des prix de la pâte à papier sur les marges des producteurs européens en 2024**

La marge brute du secteur papetier reste fortement corrélée au prix de la pâte à papier, principale matière première du processus de production. Celui-ci a progressé d'environ 10% au premier semestre 2024 avant de reculer d'environ 2% en fin d'année, sous l'effet d'une demande atone et d'un impact de change défavorable (EUR/USD) pour les producteurs. Entre avril et août 2025, le prix moyen a enregistré un repli de 4.4% par rapport à la même période en 2024 (source : FRED). Nous anticipons une stabilité du prix sur le reste de l'année de 2025.

#### Position concurrentielle

- **De solides positions sur son principal marché**

Exacompta Clairefontaine occupe des positions solides en Europe, et particulièrement en France. Le groupe figure parmi les six premiers producteurs non intégrés de papiers d'impression et d'écriture, ainsi que parmi les cinq premiers fabricants d'articles de papeterie en Europe. Sa stratégie de croissance externe, reposant sur de multiples acquisitions de petite et moyenne taille depuis la fin des années 1990, lui a permis d'élargir son offre, de renforcer son ancrage international et de consolider son leadership. Le groupe bénéficie par ailleurs de la notoriété de ses marques, de la qualité de ses produits, d'une intégration verticale (de la production de papiers semi-finis à leur transformation en articles de papeterie) et d'une forte réactivité commerciale, soutenue par une grande capacité de production et la diversification de sources d'énergie utilisées (gaz, électricité, biomasse).

- **Un profil de diversification qui demeure plutôt restreint**

Le groupe est à la fois un fabricant et un transformateur de papier, ce qui lui permet d'offrir une large gamme de produits comprenant notamment des ramettes de papier, des articles scolaires, des articles de classement, des articles millésimés (agenda et calendrier) et des articles à destination des loisirs créatifs. Cependant, la diversification produits reste limitée au papier et aux produits dérivés. En raison de la nature de son activité, la diversification géographique d'Exacompta Clairefontaine est limitée à la France et à l'Europe (hors France) puisque ces zones représentaient respectivement 51% et 45% des revenus de l'année 2024.

- **Une hausse des contraintes environnementales**

L'industrie papetière, fortement émettrice de CO<sub>2</sub>, est directement exposée aux objectifs européens de réduction de 55% des émissions de gaz à effet de serre entre 2019 et 2030. Plusieurs sites sont soumis au système européen d'échange de quotas, dont trois filiales papetières d'Exacompta Clairefontaine. En 2024, le groupe a reçu 57 767 tonnes de quotas gratuits pour 74 230 tonnes d'émissions déclarées, comblant l'écart par l'achat de quotas supplémentaires à un prix moyen de 72 €/t. Le prix de marché du quota de CO<sub>2</sub> a poursuivi sa hausse en 2024 pour atteindre environ 89.3 €/t (source : Legifrance).

## Gouvernance

- **Actionnariat familial et gestion prudente : Un pilier de long terme pour le groupe**

Exacompta Clairefontaine est contrôlé par un actionnariat familial détenant 80.5 % du capital, principalement via les Établissements Charles NUSSE. Cette structure assure une stabilité de long terme et s'accompagne d'une gestion financière prudente. L'actionnariat familial, caractérisé par une gouvernance centralisée, a également démontré une capacité d'adaptation aux évolutions du marché. Le groupe est coté sur Euronext Growth, avec une capitalisation boursière de €191.2m au 16 septembre 2025.

- **Une résilience face aux défis du marché grâce à une politique financière adéquate**

Le groupe mène une politique d'investissement dynamique (avec un niveau d'investissement moyen de 5.0% de ses revenus sur les dernières années) qui nous semble en cohérence avec les niveaux affichés dans l'industrie papetière. Ce niveau d'investissement s'accompagne d'une politique de distribution de dividendes qui reste stable et un levier net ajusté très bon qui sort en moyenne à 0.81x sur la période 2020-2024.

En cohérence avec son actionnariat familial, la gouvernance du groupe présente un degré limité d'indépendance, atténué par la solidité de sa performance historique. Exacompta Clairefontaine a démontré sa capacité à s'adapter à un environnement sectoriel difficile et à contribuer à la consolidation du marché, tout en maintenant un endettement contrôlé.

- **Politique ESG : Investissements durables et réduction de l'impact environnemental**

Le groupe mène une politique d'investissements visant à réduire l'empreinte énergétique de ses sites. En mai 2025, une chaudière biomasse a été mise en service sur le site d'Etival, contribuant à la décarbonation partielle de la production de vapeur et d'électricité. Par ailleurs, les papiers recyclés représentaient 22% des ventes en 2024, reflétant une consommation responsable de matières premières. Exacompta Clairefontaine renforce également la traçabilité de ses approvisionnements en fibres certifiées, avec un objectif de 100% d'ici fin 2025 (94.5% atteints en 2024). Toutefois, le groupe ne publie pas d'engagements chiffrés concernant sa trajectoire carbone, ce qui limite la visibilité sur sa stratégie de décarbonation à long terme.

## Profil financier

### Résultats et profitabilité

En 2024, le chiffre d'affaires a légèrement reculé de 1.4% à €831m (€843m en 2023). Cette baisse concernait à la fois la fabrication du papier ainsi que sa transformation. La marge d'EBITDA, telle que calculée par EthiFinance Ratings, a baissé de 0.3% sur l'exercice, passant de 11.8% à fin 2023 à 11.5% à fin 2024. Cette baisse de la marge émane principalement d'une hausse marquée du coût de l'énergie représentant 4% du CA sur l'année, notamment celui du gaz. Compte tenu de (i) la baisse de la marge du résultat d'exploitation, passant de 5.1% à fin juin 2024 à 2.9% à fin juin 2025 ; (ii) de la guidance du management d'une baisse similaire estimée à fin 2025 ; et de (iii) l'incertitude sur l'évolution du coût de la pâte à papier et coûts de l'énergie, nous estimons un taux de marge d'EBITDA de 9.2% en moyenne sur notre période de projections (2025-27).

### Génération de trésorerie et levier

En 2024, le free cash-flow ajusté (flux de trésorerie d'exploitation - intérêts payés - flux de trésorerie d'investissement - dividendes versés) ressortait positif à €11m mais en forte baisse par rapport à €73m en 2023. Cette baisse s'expliquant d'une part par l'effet de base lié à €26m de ventes de machines et installations techniques en 2023 (vs €2m en 2024). D'autre part, l'effet défavorable de la variation du BFR qui était négatif de €13m, contrairement à une variation positive de €12m en 2023, dû aux impôts différés et autres créances court-terme. Les dividendes ont légèrement augmenté en passant de €5m en 2023 à €8m en 2024.

À fin 2024, l'endettement net ajusté, tel que calculé par EthiFinance Ratings, ressortait négatif à €14m, soutenu par une bonne génération de trésorerie et par une résilience de l'EBITDA ajusté, dont la baisse a été moins marquée qu'anticipé. Nous nous attendons à maintien d'une dette nette négative sur l'horizon de projection, en l'absence de sorties de cash significatives (acquisitions ou dividendes), ce qui renforce d'autant plus notre notation court-terme.

## Structure de la dette

À fin décembre 2024, la dette brute du groupe s'élevait à €209m, composée principalement de prêts bancaires (€104m), de dettes locatives IFRS 16 (€42m) et d'un prêt actionnaire de €53m, à maturité supérieure à 5 ans. Les billets de trésorerie émis (NEU CP) représentaient €10m sur un programme autorisé de €125m. La dette est répartie entre la maison-mère et les filiales opérationnelles, avec un risque de subordination jugé faible compte tenu de la structure organisationnelle simple et de la politique financière prudente.

Conformément à notre méthodologie, nous neutralisons le prêt actionnaire (€53m, assimilé à des quasi-fonds propres) et intégrons les engagements liés aux avantages du personnel (€19m). Après prise en compte de la trésorerie (€189m), la dette nette ajustée ressortait négative à €14m à fin 2024. Nous relevons également que les covenants liés à la ligne RCF (testés annuellement) étaient respectés au 31 décembre 2024.

## Liquidité

À fin 2024, le groupe disposait de €189m de trésorerie et de €145m de lignes confirmées mobilisables, d'une maturité initiale de 5 ans, contractées auprès de ses banques relationnelles. Le groupe prévoit de refinancer ces lignes bancaires arrivant à échéance en 2026 par de nouvelles lignes à horizon 2031, ce qui renforcerait son profil de liquidité. Les besoins saisonniers en fonds de roulement, estimés entre €50m et €100m (pic en juin), sont traditionnellement couverts par la trésorerie disponible et par des émissions de NEU CP (€30m émis en juin 2025).

En lien avec notre méthodologie, nous estimons que le groupe possède un score de liquidité « supérieur » traduisant d'une part une bonne liquidité dans un scénario de restriction de l'accès aux financements, et d'autre part un profil de refinancement satisfaisant.

## Perspectives d'évolution des ratios de crédit (CMEE)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit est Stable. Grâce à une politique financière prudente, matérialisée par une dette nette qui devrait rester négative à fin 2025, les principaux ratios de crédit devraient rester globalement stables à un horizon de 12 mois.

## Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers. Millions d'EUR				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Chiffre d'affaires	836	843	831	-1.4%
EBITDA ajusté <sup>(1)</sup>	96	100	96	-3.7%
Marge d'EBITDA <sup>(1)</sup>	11.4%	11.8%	11.5%	-0.3pp
EBIT ajusté	49	49	43	-12.2%
Marge d'EBIT	5.8%	5.9%	5.2%	-0.6pp
EBT	38	46	39	-14.7%
Total de l'actif	915	936	952	1.6%
Capitaux propres	471	512	536	4.6%
Dettes totales ajustées <sup>(2)</sup>	213	189	176	-7.1%
Dettes nettes ajustées <sup>(2)</sup>	94	22	-14	-162.9%
Capitaux propres / Dettes totales ajustées <sup>(2)</sup>	221.3%	271.0%	305.2%	34.2pp
Dettes nettes ajustées / EBITDA ajusté <sup>(1)(3)</sup>	1.0x	0.2x	NA	NA
CAF	105	111	97	-13.1%
CAF / Dettes nettes ajustées <sup>(2)(3)</sup>	111.3%	505.3%	NA	NA
EBITDA ajusté / Intérêts <sup>(1)</sup>	48.9x	27.3x	22.0x	-5.3x

(1) L'EBITDA ajusté ne prend pas en compte la plus value sur cessions immobilières.

(2) La dette ajustée inclut les avantages du personnel et exclut le prêt actionnaire.

(3) La mention "NA" indique que la dette nette est négative et qu'il n'existe donc pas de base pertinente de comparaison pour les ratios en question.

## Sensibilité de la notation

- Liste des notations
  - Notation court-terme : EF1
  - Instrument de NEU CP : EF1

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- Facteurs positifs (↑)

Un rehaussement de la notation d'Exacompta Clairefontaine au niveau de EF1+ n'est pas envisageable actuellement compte tenu de la notation de l'industrie et du positionnement concurrentiel d'Exacompta Clairefontaine. En effet, conformément à notre méthodologie, la notation long-terme servant de référence à la notation court-terme est plafonnée du fait de l'écart important entre la notation du profil d'activité (BRP) et celle du profil financier (FRP).

- Facteurs négatifs (↓)

Une baisse de la notation à EF2 serait possible en cas de dégradation de la notation long-terme de référence. Une telle évolution se traduirait par une dégradation significative du profil financier du groupe, notamment au travers d'une hausse durable du levier net ajusté aux environs de 2.0x en moyenne. Par ailleurs, une dégradation du profil de liquidité à « faible » et/ou du CMEE à « négatif », tout en maintenant la notation long-terme de référence, engendrerait également une dégradation de la notation court-terme.

## 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](http://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](mailto: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