

INSTRUMENT RATING  
NeuCPInitiation date 03/10/2023  
Rating Date 06/07/2026

## Contacts

### Lead analyst

Reda Mouaacha  
reda.mouaacha@ethifinance.com

### Committee chair

Thomas Dilasser  
thomas.dilasser@ethifinance.com

## Action de notation et justification

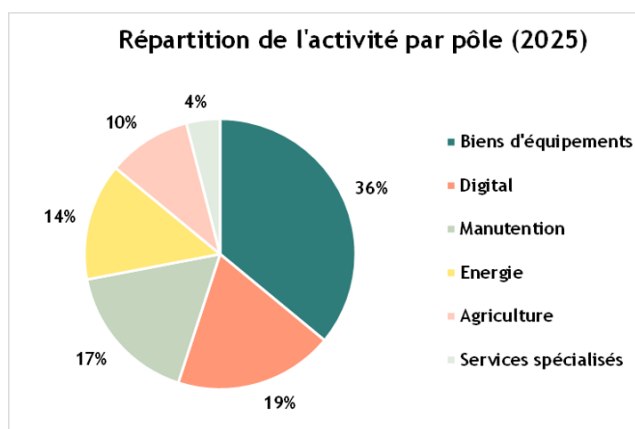
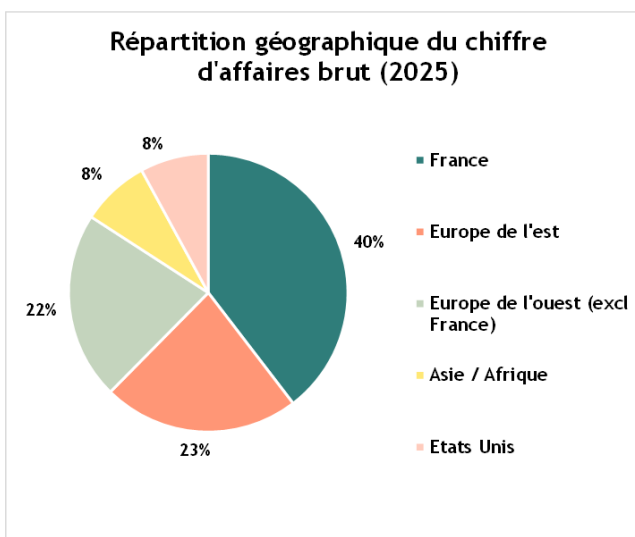
- EthiFinance Ratings confirme la notation court terme EF2 du programme de NEU CP d'un montant maximal de €200m de M Finance SAS.
- M Finance, filiale à 100% de Monnoyeur SAS, porte la dette bancaire du groupe éponyme, centralise la trésorerie et procède au financement des sociétés opérationnelles par des prêts internes et des comptes courants. À cet effet, la notation de M Finance, qui sert 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, location et maintenance 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 la notation reflète avant tout la résilience du groupe en matière de rentabilité, qui découle directement de la diversification de ses activités. Cette dernière permet de compenser partiellement les pressions observées sur certains marchés par une performance plus favorable sur d'autres segments. Malgré une exposition de 39% de l'EBITDA aux marchés cycliques de la construction et de l'agriculture, la marge d'EBITDA ajustée rapportée au chiffre d'affaires a progressé de 120bps, passant de 11.5% à 12.7%. Cette amélioration traduit une bonne maîtrise des coûts ainsi qu'un mix pays/produits favorable, en particulier dans les services digitaux avec Arkance, la manutention avec Aprolis et les biens d'équipement avec Bergerat Monnoyeur. En outre, les ratios de crédit se sont légèrement améliorés, conformément à nos anticipations lors de la précédente revue. Cette évolution est le fruit d'une génération interne de cash-flow solide, avec un free cash-flow ajusté de €239m (contre €156m en 2024). Sur la période de projection (2026-28), nous anticipons une stabilité globale des ratios de crédit en 2026, suivie d'une amélioration progressive à partir de 2027. Celle-ci devrait être portée par un regain de dynamisme du pôle Bergerat Monnoyeur, la croissance des activités énergie, et devrait normalement se traduire par un désendettement graduel. Dans ce contexte, nous attendons une amélioration du ratio de levier net ajusté, qui devrait être inférieur à 3.0x à fin 2028, si la politique financière du groupe reste inchangée.
- Le groupe bénéficie d'un bon positionnement concurrentiel, soutenu par son statut de distributeur exclusif de Caterpillar en France depuis près d'un siècle. Il dispose également d'une position de premier plan en Europe dans la manutention multi-matériel et multimarque, avec la distribution et la location de 300 marques différentes, ainsi qu'Aprolis gère une flotte de location longue durée de 50 000 machines de manutention. Bien que l'activité phare du groupe demeure celle des biens d'équipements qui conserve une résilience et une croissance durable dans le temps de sa marge de rentabilité, le groupe s'est mieux diversifié en se dirigeant vers les services digitaux, portée notamment par les acquisitions de VinZero en 2023 et de CADD Microsystems en 2024. En parallèle, Monnoyeur poursuit le développement de revenus récurrents, principalement via les contrats de services dans les activités de maintenance et de location. La stabilité de l'actionnariat familial et une gestion financière maîtrisée ont contribué historiquement au maintien du levier net ajusté autour de 2.5x sur la période (2019-22). Ce ratio s'est dégradé en 2024 sous l'effet des acquisitions et de notre ajustement de la ligne de factoring, mais cette dégradation a été temporaire, puisque le ratio s'est amélioré en 2025 et devrait revenir sous le niveau de 3.0x sur la période de projection (jusqu'à fin 2028). L'affirmation de la notation découle également d'un profil de liquidité du groupe Monnoyeur jugé « Supérieur » selon la méthodologie EthiFinance, constituant un facteur favorable dans l'analyse de la notation court terme. Il témoigne de la bonne répartition des échéances et d'une bonne capacité de refinancement. Le groupe prévoit de procéder en 2026 au refinancement des lignes de crédit bancaire. Le groupe possède également une trésorerie solide qui s'élevait à €507m à fin 2025.
- La notation demeure néanmoins contrainte par la rentabilité actuellement encore faible du pôle agricole par rapport à ses niveaux antérieurs à 2024, malgré un redressement observé sur le marché roumain. Cela reflète une rigidité à la baisse des coûts fixes au niveau du pôle. Le segment reste également exposé à des conditions de marché difficiles dans ses trois pays d'activité (quatre depuis début 2026 avec l'entrée en Allemagne du nord), notamment les prix bas des céréales, l'absence des subventions européennes en 2026, et le niveau élevé des taux d'intérêt en Turquie. Par ailleurs, bien que le levier net soit cohérent avec la notation du groupe, le ratio de capitalisation de 46% et le ratio de couverture des intérêts de 4.9x demeurent faibles en 2025 au regard du niveau de notation global.
- 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 légèrement positif (score compris entre 1 et 1.5). 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. Malgré des performances sociales et environnementales inférieures en 2025 par rapport à 2024, notre notation demeure 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 et location de biens d'équipement et la fourniture de services à destination des secteurs de la construction, de l'industrie, de la logistique, 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 24 pays répartis sur cinq continents. Cette expansion géographique s'est accompagnée d'une diversification progressive de ses métiers, structurés 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 via **Ipsa** ; v) les services digitaux portés par **Arkance** ; et vi) les services spécialisés (notamment la réparation et les services de maintenance dans le secteur du génie civil).

En 2025, le groupe Monnoyeur a réalisé un chiffre d'affaires (y compris cession de matériels), de €3.1mds, en baisse de 4.5% par rapport à 2024, pour un EBITDA ajusté (après retraitement des locations simples) de €393m (marge de 12.7% vs 11.5% en 2024). À fin 2025, le levier net ajusté s'élevait à 3.2x (vs 3.5x en 2024).



Source : Présentation annuelle des résultats 2025, Monnoyeur.

## Fondamentaux

### Profil d'activité

#### Appréciation du risque sectoriel

- **Une exposition multisectorielle mais avec une prépondérance du secteur des travaux publics et de l'industrie**

Le groupe Monnoyeur est principalement exposé au secteur des travaux publics, dont l'activité repose sur l'utilisation d'engins, en achat ou en location. Il intervient également sur un éventail plus large de secteurs industriels, reflétant une diversification progressive de son exposition : traitement des déchets, logistique, ferroviaire, aéronautique, ainsi que l'agriculture. Cette diversification sectorielle contribue à atténuer partiellement l'exposition du groupe à la cyclicité de certains marchés.

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 des travaux publics au sens large que dans l'agriculture ou l'industrie manufacturière. Si le secteur des travaux publics 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. Le niveau des barrières à l'entrée relativement élevé du secteur, et le système d'exclusivité instauré par Caterpillar avec ses distributeurs, confèrent 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. Cela concerne notamment la concurrence des fabricants chinois sur le segment des engins de faible tonnage. D'autre part, la nature du modèle de partenariat entre le fabricant, en l'occurrence Caterpillar, et ses distributeurs impose des conditions contractuelles en ce qui concerne la rentabilité, avec des marges encadrées et des obligations de services après-vente ou de couverture géographique. 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). Sur la partie de distribution Caterpillar, la marge d'EBITDA du segment à 8.3% reste en ligne avec les distributeurs dans d'autres pays tels que Finning au Canada (11%) et Ferreycorp au Pérou (10%).

#### 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. Ce partenariat d'exclusivité depuis 1929 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 2025, environ 50% du chiffre d'affaires brut et près de 43% 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 de la 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'industriel 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, en Croatie, en Turquie et en Allemagne du Nord depuis début 2026. En parallèle, Monnoyeur s'est diversifié dans le digital appliqué au secteur de la construction et de l'industrie en créant en 2018 la marque Arkance, dédiée à la distribution notamment 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 de logiciels 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 pneumatiques ou les solutions de réparation pour équipements lourds, destinées à sa clientèle du BTP.

Malgré une dépendance encore marquée à Bergerat Monnoyeur (Caterpillar), le développement engagé depuis plusieurs années permet à Monnoyeur d'améliorer sa diversification. La part du chiffre d'affaires brut de ce pôle est ainsi passée de 72% en 2017 à 50% en 2025, 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 2023, la direction et la gouvernance du groupe Monnoyeur sont partiellement assurées par la quatrième génération familiale, marquant ainsi une continuité dans l'ancrage actionnarial. La moitié des membres du conseil d'administration sont issus 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 3.0% à 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 sa filiale 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 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**

Les émissions indirectes Scope 3 représentent 99.6% des émissions totales liées aux équipements distribués par les clients du groupe, correspondant au Scope 1 de ces derniers. Les émissions Scope 1 et 2 de Monnoyeur sont, quant à elles, principalement liées à la flotte de véhicules internes, à hauteur d'environ 80%. Afin de réduire l'empreinte environnementale de ses opérations, le groupe poursuit une stratégie de décarbonation progressive axée sur la baisse de la consommation énergétique, des émissions de CO<sub>2</sub> et de la production de déchets. Dans ce cadre, et afin d'intégrer les évolutions de périmètre, Monnoyeur a actualisé fin 2025 ses objectifs de réduction des émissions de GES, initialement basés sur l'année 2021. Les nouvelles cibles, soumises à la SBTi en décembre 2025 et validées en avril 2026 (alignées avec un scénario 1.5°C), prévoient une réduction de 63% des émissions Scope 1 et 2 en valeur absolue à horizon 2035, prenant pour année de base 2023, ainsi qu'une baisse de 66.3% du ratio des émissions Scope 3 liées à l'utilisation des équipements vendus rapportées à la valeur ajoutée, également à horizon 2035 et prenant pour année de base 2023. À fin 2025, les émissions Scope 1 et 2 avaient diminué de 4% par rapport à cette année de référence, tandis que les émissions Scope 3 reculaient de 7.4%. Toutefois, la légère détérioration de notre score ESG par rapport à la dernière revue reflète principalement une dégradation des indicateurs sociaux et environnementaux, notamment le taux de départ global, le taux de fréquence des accidents, ainsi qu'une hausse de l'intensité énergétique et de l'intensité des émissions de GES de respectivement 6% et 4% par rapport à 2024. Le score ESG demeure

néanmoins inférieur à 1.5, ce qui se traduit par un impact légèrement positif sur le profil financier du groupe.

## Profil financier

### Résultats et profitabilité

En 2025, le chiffre d'affaires consolidé du groupe a reculé, avec des évolutions contrastées selon les pôles d'activité. Bergerat Monnoyeur, qui représente 36% du chiffre d'affaires et couvre les activités construction, énergie et infrastructures, a été pénalisé par le faible dynamisme de ses principaux marchés en France, en Belgique, en Pologne et en Roumanie, concédant une baisse de 3.6% du chiffre d'affaires par rapport à 2024. Le pôle manutention, qui représente 17.0% du chiffre d'affaires, est resté résilient malgré un marché européen fragile. À l'inverse, le pôle agricole a enregistré une hausse de 17.3%, qui reflète principalement le redressement en Roumanie, après une contraction marquée de 41% en 2024. Cette reprise demeure toutefois à relativiser, le groupe restant exposé à des conditions de marché difficiles dans ses trois pays d'activité, notamment liées aux bas prix des céréales, à des coûts d'exploitation élevés, à l'insuffisance des subventions européennes, à la sécheresse en Roumanie et au niveau élevé des taux d'intérêt en Turquie. Le pôle digital Arkance a bénéficié d'une forte croissance aux États-Unis, portée par l'intégration de CADD et par la progression à deux chiffres des ventes Autodesk, ce qui a permis de compenser le recul des ventes en Europe et en Asie-Pacifique.

L'EBITDA ajusté (après retraitement des locations simples), s'est amélioré en 2025, passant de €374m à €393m, tandis que la marge ajustée progressait de 120bps. Cette évolution traduit une amélioration de l'efficacité opérationnelle du groupe. La principale contribution à l'EBITDA reporté provient des pôles manutention Aprolis et Bergerat Monnoyeur, qui représentent ensemble environ 71% de l'EBITDA consolidé. Ces deux pôles affichent une rentabilité en progression depuis 2022, largement soutenue par les activités de location de matériel et de services, plus résilientes dans un environnement de marché contrasté et marqué par une baisse des volumes. Les autres pôles du groupe ont également contribué à l'amélioration de la marge par rapport à 2024, illustrant l'effet positif de la diversification du groupe, qui atténue les pressions observées sur certains marchés et renforce la résilience globale de son profil de rentabilité.

Sur la période de projection 2026-2028, sur la base des prévisions du management et de nos propres hypothèses, nous anticipons une stabilisation de la marge d'EBITDA ajusté (après retraitement des locations simples), entre 12.5% et 13.0%. Nos hypothèses intègrent la persistance d'un faible dynamisme sur les marchés des biens d'équipement en France, en Pologne et en Belgique, ainsi qu'un environnement concurrentiel plus marqué sur les engins de faible tonnage. Elles tiennent également compte de tensions persistantes sur les marchés agricoles en Turquie et en Pologne. Ces facteurs devraient toutefois être partiellement compensés par la progression du carnet de commandes d'Eneria, la poursuite du bon momentum d'Arkance aux États-Unis, ainsi que par la stabilité globale des activités Aprolis et services spécialisés. Ces éléments devraient, in fine, consolider le profil financier du groupe et par extension, sa notation court terme.

### Génération de trésorerie et levier

En 2025, le groupe a généré un cash-flow opérationnel de €259m, en recul de 30% par rapport à 2024, principalement sous l'effet d'une variation défavorable du BFR fournisseurs de €123m. Cette évolution a partiellement neutralisé la réduction continue des stocks, qui a généré une entrée de trésorerie de €112m sur l'année (Bergerat Monnoyeur et Ipsos), ramenant le niveau des stocks de €648m à fin 2024 à €534m à fin 2025. En l'absence d'opération significative de croissance externe et étant donné une légère réduction des investissements dans la flotte, détenue en propre ou financée en leasing sur l'année, le groupe a dégagé un free cash-flow ajusté positif (après M&A, investissements financés sous forme de locations financières et dividendes) en forte hausse à €239m, contre €156m en 2024. La politique de distribution est restée stable et cohérente avec la pratique historique du groupe, avec un taux de distribution compris entre 30% et 40% du résultat net. Nous anticipons une génération de cash-flow négative en 2026, définie comme les flux de trésorerie d'exploitation après intérêts payés, investissements et dividendes versés, principalement en raison d'un effet BFR défavorable attendu en fin d'exercice 2026 et d'une hausse des CapEx par rapport à 2025. Elle devrait redevenir positive à partir de 2027.

Depuis 2021, la dette nette ajustée du groupe a fortement augmenté, passant de €576m à fin 2021 à €1.3mds à fin 2025. Cette progression reflète principalement la stratégie de croissance du groupe, articulée autour du développement de la flotte et d'opérations de croissance externe. La hausse soutenue de l'EBITDA ajusté (après retraitement des locations simples), d'environ 73% sur la même période, a néanmoins permis de contenir la détérioration des ratios de crédit. Le levier net ajusté par EthiFinance Ratings, principalement ajusté de la capitalisation des locations simples, des lignes d'affacturage (à partir de 2024) et des engagements de retraite, est ainsi passé de 2.5x à fin 2021 à 3.3x à fin 2025, un niveau que nous considérons toujours comme adéquat au regard de la notation actuelle. En revanche, la progression de l'endettement a entraîné une dégradation du ratio fonds propres/dette financière brute ajustée, passé de 69% à fin 2021 à 46% à fin 2025. Ce niveau est considéré comme faible pour la catégorie de notation actuelle et constitue un facteur contraignant pour le profil financier du groupe. À court terme, nous anticipons une stabilité de la dette brute ajustée qui devrait rester autour de son niveau de fin 2025. Cette stabilité devrait se traduire par une évolution globalement inchangée des ratios de crédit, soutenant notre affirmation d'un CME stable. À partir de 2027, le levier net ajusté devrait toutefois s'améliorer progressivement, porté par la hausse attendue de l'EBITDA, en l'absence d'acquisitions significatives et sur la base de CapEx annuels estimés

entre €230m et €250m, incluant la flotte financée sous CBM.

#### Structure de la dette

La dette brute du groupe s'élevait à €1.3mds à fin 2025, dont €0.9mds hors engagements de crédit-bail, pour une trésorerie disponible de €507m. Hors crédit-bail, les principaux financements et lignes de crédit au niveau de M Finance comprennent un programme NEU CP de €200m, utilisé à hauteur de €60m à fin 2025, un term loan de €200m mis en place en 2022 pour financer l'acquisition de VinZero, ainsi qu'un crédit syndiqué conclu en 2019, dont les tranches A et B représentaient €113m à fin 2025. La tranche RCF de €250m n'était pas tirée à cette date.

Les financements au niveau de Monnoyeur SAS comprennent également deux prêts participatifs Relance (PPR) pour un montant total de €100m, un Euro PP de €150m, soumis à un covenant de 3.5x respecté à fin 2025, ainsi que deux prêts USPP de €200m et €70m, également soumis au même covenant. En juin 2026, le groupe a refinancé ses lignes bancaires par une ligne de RCF de €300m et une nouvelle ligne de moyen terme de €275m tirée à l'émission. Cette ligne est utilisée pour rembourser par anticipation les lignes bancaires mises en place en 2019 et 2022 ainsi que pour rembourser par anticipation un financement PPR de €75m. Le refinancement du RCF permet d'étendre la maturité des dettes du groupe, renforçant ainsi son profil de liquidité.

Nos ajustements de dette s'élèvent à €504m, incluant €276m de lignes d'affacturage (avec et sans recours), €174m de dettes liées aux locations simples capitalisées conformément à notre méthodologie, ainsi que €22m de provisions pour engagements de retraites. Sur cette base, la dette nette ajustée ressort à €1.3mds à fin 2025, correspondant à un levier net ajusté de 3.2x à fin 2025 (vs 3.5x à fin 2024).

Le ratio de couverture des intérêts s'est détérioré depuis 2022, passant de 12.7x en 2022 à 6.2x en 2023, puis 4.4x en 2024. Cette évolution reflète la forte exposition de la structure de dette du groupe aux taux variables, principalement l'Euribor 3 mois, qui a atteint un pic de 4.0% en 2023. Le coût moyen de la dette est ainsi passé de 2.6% en 2022 à 5.2% en 2024. En 2025, le ratio de couverture s'est légèrement redressé à 4.9x, principalement sous l'effet de l'amélioration de l'EBITDA. Nous anticipons une poursuite graduelle de cette amélioration dans une fourchette de 5.0x à 6.0x sur la période de projection, portée par une baisse moyenne des intérêts à partir de 2026 et par une progression plus marquée de l'EBITDA à compter de 2027.

#### Liquidité

Nous considérons que le groupe Monnoyeur présente un profil de liquidité « Supérieur », marqué par une trésorerie disponible significative de €507m à fin 2025 et par une ligne RCF portée à €300m en juin 2026, contre €250m précédemment, et avec une maturité étendue à 2031. Ce niveau de liquidité renforce la capacité du groupe à absorber un durcissement éventuel des conditions de financement et traduit une structure de refinancement solide.

### 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 devraient rester stables dans les 12 prochains mois.

### Projections financières

Sur la base du budget communiqué par le management, nos projections pour la période 2026-2028 reposent sur les hypothèses suivantes :

- Un taux moyen de croissance du chiffre d'affaires de 2.2% ;
- Une amélioration graduelle de la marge d'EBITDA ajusté (après retraitement des locations simples), qui devrait s'établir dans une fourchette de 12.5% à 13.0% à partir de 2027, après un point bas à 12.5% en 2026 ;
- Un levier net ajusté en amélioration graduelle de 3.4x à 2.8x à partir de 2027, après un point haut de 3.4x en 2026.

## Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers. €m				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Chiffre d'affaires *	3 291	3 249	3 103	-4.5%
EBITDA ajusté <sup>(1)</sup>	373	374	393	5.2%
Marge d'EBITDA ajusté <sup>(1)</sup>	11.3%	11.5%	12.7%	1.2pp
EBIT	158	134	194	44.6%
Marge d'EBIT	4.8%	4.1%	6.2%	2.1pp
EBT	110	67	125	85.8%
Total de l'actif	2 923	3 327	3 072	-7.7%
Capitaux propres	777	809	821	1.6%
Dettes brute ajustée <sup>(2)</sup>	1 310	1 845	1 770	-4.1%
Dettes nette ajustée <sup>(2)</sup>	1 130	1 317	1 271	-3.5%
Capitaux propres / Dettes brute ajustée <sup>(2)</sup>	59.3%	43.8%	46.4%	2.6pp
Dettes nette ajustée / EBITDA ajusté <sup>(1) (2)</sup>	3.0x	3.5x	3.2x	-0.3x
Capacité d'autofinancement (CAF)	279.4	261.1	261.3	0.1%
CAF / Dettes nette ajustée <sup>(2)</sup>	24.7%	19.8%	20.6%	0.7pp
EBITDA ajusté / Intérêts <sup>(1)</sup>	6.2x	4.4x	4.9x	0.4x

\* Le chiffre d'affaires tel que présenté dans les comptes audités (French GAAP)  
(1) L'EBITDA ajusté exclut les dépenses liées aux charges de loyer  
(2) La dette ajustée inclut les dettes liées aux contrats de location simple, les lignes d'affacturage (avec et sans recours), et les provisions pour retraites

## 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 du programme NEU CP de M Finance au niveau EF1 pourrait être envisagé en cas d'amélioration de la notation long terme de référence, sous réserve du maintien d'un CMEE stable et d'un profil de liquidité « supérieur » ou « adéquat ». Une telle amélioration pourrait résulter d'une réduction durable et significative du levier net ajusté sous 2.0x et d'un renforcement durable du ratio de couverture au-delà de 10.0x. Par ailleurs, nous pensons qu'une diversification accrue du groupe, notamment dans les secteurs de la manutention, de l'énergie et des services digitaux, renforcerait son positionnement concurrentiel et atténuerait les contraintes liées à son exposition au secteur de la construction, constituant ainsi un facteur positif pour la notation.

- Facteurs négatifs (↓)

La notation de Monnoyeur pourrait être revue à la baisse en cas de dégradation de la notation long terme de référence, ou d'une dégradation, pour un même niveau de la notation long terme, du profil de liquidité et/ou du CMEE. Une telle évolution refléterait une dégradation du profil financier du groupe, notamment au travers d'une hausse durable du levier net ajusté autour de 3.8x et par un recul durable du ratio de couverture des intérêts sous 4.0x.

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

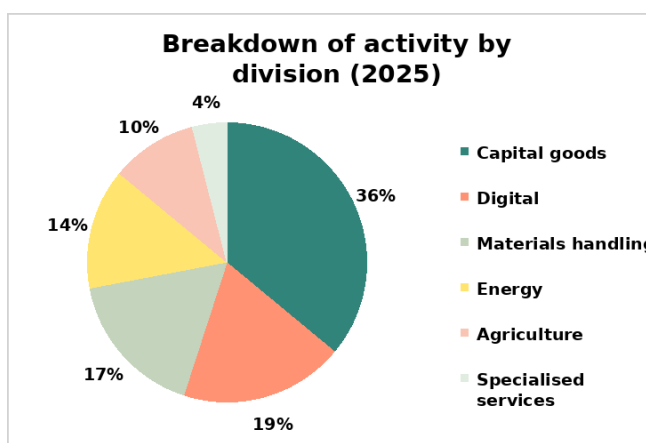
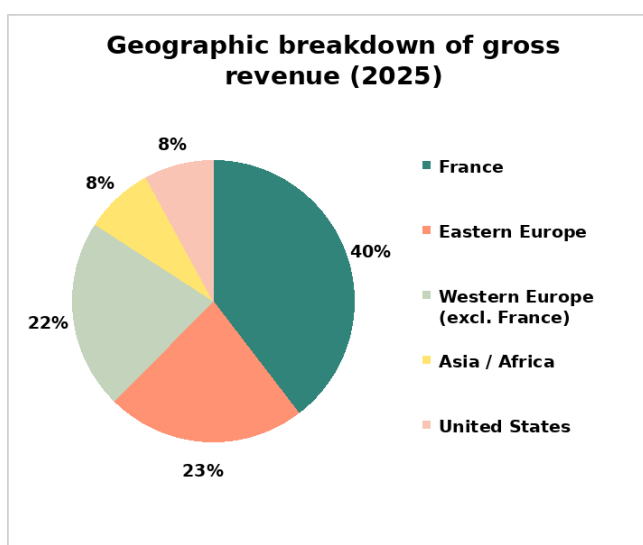
## Rating Action and Rationale

- EthiFinance Ratings affirms M Finance SAS's 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, centralises 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 instrument, was deemed to be intrinsically linked to the rating attributable to the Monnoyeur group since the instrument is guaranteed by Monnoyeur SAS.
- The Monnoyeur group specialises in the distribution, rental and maintenance of equipment and services for the construction, industry, agriculture and energy sectors.
- The rating affirmation primarily reflects the group's resilience in terms of profitability, which stems directly from the diversification of its activities. This diversification partly offsets pressures observed in certain markets through more favourable performance in other segments. Despite 39% of EBITDA exposure to the cyclical construction and agriculture markets, the adjusted EBITDA margin relative to revenue increased by 120bps, from 11.5% to 12.7%. This improvement reflects good cost control as well as a favourable country/product mix, particularly in digital services with Arkance, materials handling with Aprolis and capital goods with Bergerat Monnoyeur. In addition, credit ratios improved slightly, in line with our expectations in the previous rating action. This trend resulted from solid internal cash-flow generation, with adjusted free cash-flow of €239m (versus €156m in 2024). Over the projection period (2026-28), we expect credit ratios to remain broadly stable in 2026, followed by a gradual improvement from 2027. This should be supported by renewed momentum at the Bergerat Monnoyeur segment and growth in energy activities and should normally translate into gradual deleveraging. In this context, we expect an improvement in the adjusted net leverage ratio, which should be below 3.0x at end-2028, assuming the group's financial policy remains unchanged.
- The group benefits from a good competitive positioning, supported by its status as Caterpillar's exclusive distributor in France for nearly a century. It also holds a leading position in Europe in multi-equipment and multi-brand materials handling, with the distribution and rental of 300 different brands; Aprolis manages a long-term rental fleet of 50 000 materials-handling machines. Although the group's flagship activity remains capital goods, whose profitability margin has shown resilience and sustainable growth over time, the group has become more diversified by moving into digital services, supported by the acquisitions of VinZero in 2023 and CADD Microsystems in 2024. In parallel, Monnoyeur continues to develop recurring revenue, mainly through service contracts in maintenance and rental activities. Stable family ownership and controlled financial management have historically helped maintain adjusted net leverage at around 2.5x over the period (2019-22). This ratio deteriorated in 2024 as a result of acquisitions and our adjustment for the factoring line, but this was temporary, as the ratio improved in 2025 and should return below 3.0x over the projection period (through end-2028). The rating affirmation also reflects the Monnoyeur group's liquidity profile, assessed as "Superior" under EthiFinance's methodology, which is a favourable factor in the analysis of the short-term rating. It reflects a well-spread maturity profile and good refinancing capacity, supported by a solid cash position, which stood at €507m at end-2025. The group plans to refinance some of its bank credit lines, ahead of maturity, in 2026.
- The rating nevertheless remains constrained by the agricultural segment's profitability, which is still weak compared with its pre-2024 levels, despite a recovery observed in the Romanian market in 2025. This reflects downward rigidity in fixed costs at the segment level. The latter also remains exposed to difficult market conditions in its three countries of operation (four since the beginning of 2026 with the entry into northern Germany), notably low grain prices, the absence of European subsidies in 2026, and high interest rates in Turkey. In addition, although net leverage is consistent with the group's rating, the capitalisation ratio of 46% and the interest coverage ratio of 4.9x remain weak in 2025 relative to the overall rating level.
- In accordance with our methodology, the construction, services and distribution sectors, which serve as reference for assessing the group's ESG sector risk, present medium ESG risks (heatmap score between 3 and 3.5). The industry assessment is therefore not affected by sector-related ESG considerations.
- Our assessment of the group's ESG policy results in a slightly positive score (score between 1 and 1.5). The governance of the Monnoyeur group is a particular strength in its ESG assessment, as it is close to what can be observed at large listed companies. Despite weaker social and environmental performance in 2025 compared with 2024, our rating remains positively affected by the integration of ESG criteria within the Monnoyeur group.

## Issuer Description

The Monnoyeur group is a family-owned group founded in 1906, specialising in the distribution and rental of capital goods and the provision of services for the construction, industry, logistics, agriculture and energy sectors. A historic distributor of the Caterpillar brand in France since 1929, the group has gradually expanded its activities internationally and is now present in 24 countries across five continents. This geographic expansion has been accompanied by a gradual diversification of its businesses, structured around 6 business segments: i) capital goods through **Bergerat Monnoyeur**; ii) power generation solutions through **Eneria**; iii) materials-handling equipment with **Aprolis**; iv) agricultural machinery through **Ipsa**; v) digital services led by **Arkance**; and vi) specialised services (notably repair and maintenance services in the civil engineering sector).

In 2025, the Monnoyeur group generated revenue (including equipment disposals) of €3.1bn, down 4.5% compared with 2024, and adjusted EBITDA (after adjustment for operating leases) of €393m (margin of 12.7% vs 11.5% in 2024). At end-2025, adjusted net leverage stood at 3.2x (vs 3.5x in 2024).



Source: 2025 Annual presentation to lenders, Monnoyeur.

## Fundamentals

### Business risk profile

#### Industry risk assessment

- Multi-sector exposure, but with a predominance of the public works and industrial sectors

The Monnoyeur group is primarily exposed to the public works sector, whose activity relies on the use of machinery, either purchased or rented. It also operates across a broader range of industrial sectors, reflecting a gradual diversification of its exposure: waste treatment, logistics, rail, aeronautics, as well as agriculture. This sector

diversification partly helps mitigate the group's exposure to the cyclicity of certain markets.

The group's growth prospects are closely correlated with changes in the macroeconomic environment, particularly GDP growth, both in the broader public works sector and in agriculture or manufacturing industry. Although the public works sector remains cyclical, it nevertheless represents a substantial share of overall investment (approximately 10% of investment GDP in Europe), creating a significant base of opportunities for well-positioned players such as Monnoyeur. In addition, the growing importance of equipment rental instead of ownership represents a structural growth driver for the group.

The gradual digitalisation of the construction sector, driven notably by the increasing adoption of BIM (Building Information Modeling) solutions, represents another expansion vector, consistent with Monnoyeur's strategic positioning through its Arkance subsidiary. The relatively high barriers to entry in the sector, and the exclusivity system established by Caterpillar with its distributors, provide Monnoyeur with broad access to a diversified customer base, strengthening its competitive position in the construction equipment market.

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

As with any player in the distribution sector, Monnoyeur's margins remain constrained by several factors. First, competitive intensity in the construction equipment supply market puts pressure on prices and can limit distributors' ability to preserve or improve their margins. This notably concerns competition from Chinese manufacturers in the low-tonnage machinery segment. Second, the nature of the partnership model between the manufacturer, in this case Caterpillar, and its distributors, which imposes contractual conditions regarding profitability, with framed margins and after-sales service or geographic coverage obligations. This is compounded by disparities in profitability across the sectors addressed, which are often themselves cyclical and subject to inflationary or regulatory pressures (construction, mining, public works, agriculture). In the Caterpillar distribution business, the segment's EBITDA margin of 8.3% remains in line with distributors in other countries such as Finning in Canada (11%) and Ferreycorp in Peru (10%).

### Company's competitive positioning

- **Monnoyeur: Caterpillar's historic and exclusive distributor in France and many other countries**

Monnoyeur is Caterpillar's exclusive distributor in several countries, including France, Algeria, Romania, Poland, Belgium and Luxembourg. Caterpillar, a US industrial group, is the global leader in the manufacture of machinery for the construction, mining and energy sectors. Caterpillar's business model is based on a network of independent distributors, selected for their financial strength and ability to represent the brand sustainably in their respective territories. These partnerships are generally long term, with an average length of approximately 50 years. In our view, this exclusive partnership since 1929 represents a major barrier to entry in the group's areas of operation. It gives Monnoyeur a structural competitive advantage by ensuring privileged access to a product range with strong brand recognition and positioning it as a key player in the Caterpillar ecosystem at regional level.

- **Contrasting diversification, but inherent to the group's activity**

The group's commercial dependence on Caterpillar remains significant. At end-2025, c. 50% of Monnoyeur's gross revenue and nearly 43% of EBITDA were generated from the distribution of Caterpillar products. However, the group also works with other global brands such as John Deere (agricultural sector), Mitsubishi (materials handling), and Autodesk (digital services). Despite this concentration, we consider the risk of a termination of the partnership to be limited because of the long-standing relationship between the two entities. Caterpillar's business model relies on a stable network of independent distributors, and the specific contractual management framework put in place by the US manufacturer. Indeed, distribution agreements are governed directly by Caterpillar and any transfer between distributors is subject to its prior approval, together with a financial transaction akin to a business sale. This framework provides contractual stability that is significantly higher than that observed in other sectors, notably automotive.

In addition, Monnoyeur benefits from a diversified customer portfolio in the construction segment, comprising both large groups and mid-sized companies. The share of the top 10 customers represents approximately 3% of consolidated revenue, thereby limiting customer concentration risk.

- **A gradual expansion of its distribution network outside France and into other activities**

Monnoyeur is now positioned as an integrated services group serving the construction, industrial and, to a lesser extent, agricultural sectors. Historically focused on the distribution of capital goods, which favours the profitability resilience of the group, it has also pursued a strategy of gradual diversification, both geographically and by sector, combining organic growth and targeted acquisitions. The expansion into the agricultural sector has materialised through exclusive contracts with John Deere for the distribution of agricultural machinery in Romania, Croatia, Turkey and northern Germany since the beginning of 2026. In parallel, Monnoyeur has diversified into digital solutions applied to the construction and industrial sectors by creating the Arkance brand in 2018, dedicated notably to the distribution of Autodesk software solutions. This digital segment has expanded rapidly internationally through a series of targeted bolt-on acquisitions, such as VinZero in 2023 and CADD Microsystems in 2024, enabling it to establish its

software distribution activities in the United States, Asia and Oceania. Monnoyeur has also developed niche activities linked to its historic businesses, such as specialised maintenance, pneumatic services and repair solutions for heavy equipment, aimed at its construction and public works customer base.

Despite continued marked dependence on Bergerat Monnoyeur & Eneria, the development undertaken over several years has enabled Monnoyeur to improve its diversification. The share of gross revenue generated by this segment has therefore declined from 72% in 2017 to 50% in 2025, which we view as favourable in assessing Monnoyeur's credit quality.

### Governance

- **Shareholders**

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

- **Quality of the Management Team**

Since 2023, the management and governance of the Monnoyeur group have been partly carried out by the fourth family generation, marking continuity in the ownership base. Half of the members of the board of directors come from the founding family, which gives the group notable organisational stability, but also highly internalised governance.

The group's financial policy is characterised by a dynamic but overall prudent approach. Industrial investments excluding the rental fleet and external growth transactions represent, on average, c. 3.0% to 4.0% of revenue. Monnoyeur's management also adopts an opportunistic external growth strategy, with numerous bolt-on acquisitions carried out in recent years, mainly in the digital sector through its Arkance subsidiary. Despite this investment momentum, the group's financial structure remains controlled. Net debt remains contained, allowing Monnoyeur to maintain a medium-term target net leverage of around 2.5x (excluding operating 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 of between 30% and 40% of group net income in recent years.

- **ESG Policy**

Indirect Scope 3 emissions represent 99.6% of total emissions related to equipment distributed to the group's customers, corresponding to customers' Scope 1 emissions. Monnoyeur's Scope 1 and 2 emissions are mainly related to the internal vehicle fleet, at around 80%. To reduce the environmental footprint of its operations, the group is pursuing a gradual decarbonisation strategy focused on reducing energy consumption, CO<sub>2</sub> emissions and waste generation. In this context, and to incorporate changes in scope, Monnoyeur updated at end-2025 its GHG emissions reduction targets, initially based on the year 2021. The new targets, submitted to the SBTi in December 2025 and validated in April 2026 (aligned with a 1.5°C scenario), provide for a 63% reduction in Scope 1 and 2 emissions in absolute terms by 2035, using 2023 as the base year. Another target is the 66.3% decrease in the ratio of Scope 3 emissions linked to the use of equipment sold relative to value added, also by 2035 and using 2023 as the base year. At end-2025, Scope 1 and 2 emissions had decreased by 4% compared with this reference year, while Scope 3 emissions were down 7.4%. However, the slight deterioration in our ESG score compared with the last review mainly reflects weaker social and environmental indicators, notably the overall departure rate, the accident frequency rate, as well as an increase in energy intensity and GHG emissions intensity of 6% and 4%, respectively, compared with 2024. The ESG score nevertheless remains below 1.5, resulting in a slightly positive impact on the group's financial profile.

### Financial risk profile

#### Results and profitability

In 2025, the group's consolidated revenue declined, with contrasting trends across business segments. Bergerat Monnoyeur, which represents 36% of revenue and covers construction, energy and infrastructure activities, was penalised by weak momentum in its main markets in France, Belgium, Poland and Romania, recording a 3.6% decline in revenue compared with 2024. The materials-handling segment, which represents 17.0% of revenue, remained resilient despite a fragile European market. Conversely, the agricultural segment recorded a strong growth of 17.3%, mainly reflecting the recovery in Romania following a sharp contraction of 41% in 2024. This rebound should nevertheless be put into perspective, as the group remains exposed to difficult market conditions in its three countries of operation, notably related to low grain prices, the absence of European subsidies in 2026, and high interest rates in Turkey. The Arkance digital segment benefited from strong growth in the United States, driven by the integration of CADD and double-digit growth in Autodesk sales, which offset lower sales in Europe and Asia-Pacific.

Adjusted EBITDA (after adjustment for operating leases) improved in 2025, increasing from €374m to €393m, while the adjusted margin increased by 120bps. This trend reflects an improvement in the group's operating efficiency. The main contributors to reported EBITDA were the Aprolis materials-handling and Bergerat Monnoyeur segments, which together represented c. 71% of consolidated EBITDA. These two segments have posted rising profitability since 2022,

largely supported by equipment rental and service activities, which are more resilient in a mixed market environment marked by lower volumes. The group's other segments also contributed to the margin improvement compared with 2024, illustrating the positive effect of the group's diversification, which mitigates pressures observed in certain markets and strengthens the overall resilience of its profitability profile.

Over the 2026-2028 projection period, based on management forecasts and our own assumptions, we expect the adjusted EBITDA margin to be within a range of 12.5% to 13.0%. Our assumptions factor in continued weak momentum in the capital goods markets in France, Poland and Belgium, as well as a more competitive environment for low-tonnage machinery. They also take into account persistent tensions in the agricultural markets in Turkey and Poland. These factors should nevertheless be partly offset by growth in Eneria's order book, the continued positive momentum of Arkance in the United States, and the overall stability of Aprolis and specialised services activities. These factors should ultimately consolidate the group's financial profile and, by extension, its short-term rating.

#### Cash-flow generation and leverage

In 2025, the group generated operating cash-flow of €259m, down 30% compared with 2024, mainly due to an unfavourable cash outflow in supplier working capital requirement of €123m. This trend partly offset the continued reduction in inventories, which generated a cash inflow of €112m over the year (Bergerat Monnoyeur and Ipso), reducing inventory levels from €648m at end-2024 to €534m at end-2025. In the absence of any significant external growth acquisition and given a slight reduction in investments in the fleet (owned and financed under leasing) during the year, the group generated positive adjusted free cash-flow (after M&A, finance leases and dividends) sharply up at €239m, up from €156m in 2024. The distribution policy remained stable and consistent with the group's historical payout ratio of between 30% and 40% of group net income. We expect negative adjusted cash-flow generation in 2026 mainly due to an unfavourable working capital requirement effect expected at the end of 2026 and an increase in CapEx compared with 2025. The cash generation should turn positive again from 2027 onwards.

Since 2021, the group's adjusted net debt has increased sharply, from €576m at end-2021 to €1.3bn at end-2025. This increase mainly reflects the group's growth strategy, built around fleet development and external growth strategy. The sustained increase in adjusted EBITDA of c. 73% over the same period, nevertheless limited the deterioration in credit ratios. Net leverage as adjusted by EthiFinance Ratings (adjusted for the capitalisation of operating leases, factoring line from 2024 and pension obligations) therefore increased from 2.5x at end-2021 to 3.3x at end-2025. We consider this level as adequate for the current rating. By contrast, the increase in debt led to a deterioration in the equity/adjusted gross financial debt ratio, which declined from 69% at end-2021 to 46% at end-2025. This level is considered rather weak for the current rating category and is a constraining factor for the group's financial profile. In the short term, we expect adjusted gross debt to remain stable around its end-2025 level. This stability should translate into broadly unchanged credit ratios, supporting our affirmation of a stable CMEE. From 2027, adjusted net leverage should nevertheless improve gradually, driven by the expected increase in EBITDA, in the absence of significant acquisitions and based on annual CapEx estimated at between €230m and €250m, including the fleet financed under CBM.

#### Debt structure

The group's gross debt stood at €1.3bn at end-2025, of which €0.9bn excluding finance lease obligations, against available cash of €507m. Excluding finance leases of €389m, the main credit lines at M Finance include a €200m NEU CP instrument, drawn for €60m at end-2025, a €200m term loan set up in 2022 to finance the acquisition of VinZero, as well as a syndicated loan concluded in 2019, whose tranches A and B represented €113m at end-2025. The €250m RCF tranche was undrawn at that date.

Financing at the Monnoyeur SAS level also includes two Pret Participatif Relance (PPR) loans for a total amount of €100m, a €150m Euro PP, subject to a 3.5x covenant that was complied with at end-2025, as well as two USPP loans of €200m and €70m, also subject to the same covenant. In June 2026, the group refinanced its bank lines through a €300m RCF line and a new €275m medium-term line drawn at issuance. This line is used to repay in advance the bank lines set up in 2019 and 2022 as well as to repay ahead of maturity €75m of PPR financing. The RCF refinancing extends the maturity of the group's debt, thereby strengthening its liquidity profile.

Our debt adjustments amount to €504m, including €276m of factoring lines (with and without recourse), €174m of debt related to operating leases capitalised in accordance with our methodology, as well as €22m of provisions for pension obligations. On this basis, adjusted net debt stood at €1.3bn at end-2025, corresponding to adjusted net leverage of 3.2x at end-2025 (vs 3.5x at end-2024).

The interest coverage ratio has deteriorated since 2022, from 12.7x in 2022 to 6.2x in 2023, then 4.4x in 2024. This trend reflects the high exposure of the group's debt structure to floating rates, mainly 3-month Euribor, which reached a peak of 4.0% in 2023. The average cost of debt therefore increased from 2.6% in 2022 to 5.2% in 2024. In 2025, the coverage ratio recovered slightly to 4.9x, mainly due to the improvement in EBITDA. We expect this improvement to continue gradually within a range of 5.0x to 6.0x over the projection period, supported by an average decline in interest expenses from 2026 and by a more pronounced increase in EBITDA from 2027 onwards.

## Liquidity

We consider that the Monnoyeur group has a "Superior" liquidity profile, marked by significant available cash of €507m at end-2025 and by an RCF line increased to €300m in June 2026, from €250m previously, with maturity extended to 2031. This level of liquidity strengthens the group's capacity to absorb a potential tightening of financing conditions and reflects a solid refinancing structure.

## Credit Metrics Evolution Outlook (CMEE)

Our credit metrics evolution outlook (CMEE) is Stable. We consider that credit ratios should remain stable over the next 12 months.

## Financial forecasts

Based on the budget communicated by management and our own assumptions, our projections for the 2026-2028 period are based on the following assumptions:

- An average revenue growth rate of 2.2%;
- A gradual improvement in the adjusted EBITDA margin (after adjustment for operating leases), which should stand within a range of 12.5% to 13.0% from 2027, after a low point of 12.5% in 2026;
- Adjusted net leverage improving gradually from 3.4x to 2.8x from 2027, after a high point of 3.4x in 2026.

## Main financial figures

Main financial figures. millions of EUR				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Revenue*	3 291	3 249	3 103	-4.5%
Adj EBITDA <sup>(1)</sup>	373	374	393	5.2%
Adj EBITDA Margin <sup>(1)</sup>	11.3%	11.5%	12.7%	1.2pp
EBIT	158	134	194	44.6%
EBIT Margin	4.8%	4.1%	6.2%	2.1pp
EBT	110	67	125	85.8%
Total Assets	2 923	3 327	3 072	-7.7%
Equity	777	809	821	1.6%
Adj Total Financial Debt <sup>(2)</sup>	1 310	1 845	1 770	-4.1%
Adj Net Financial Debt <sup>(2)</sup>	1 130	1 317	1 271	-3.5%
Equity/ adj TFD <sup>(1)</sup>	59.3%	43.8%	46.4%	2.6pp
Adj NFD/adj EBITDA <sup>(1)(2)</sup>	3.0x	3.5x	3.2x	-0.3x
Adj Funds From Operations	279	261	261	0.1%
Adj FFO/ adj NFD <sup>(2)</sup>	24.7%	19.8%	20.6%	0.7pp
Adj EBITDA/Interest <sup>(1)</sup>	6.2x	4.4x	4.9x	0.4x

\* Revenue as displayed in the consolidated accounts (French GAAP)  
<sup>(1)</sup> Adj EBITDA (EBITDAR) excludes rent expenses  
<sup>(2)</sup> Adj debt includes pension benefits, factoring line(recourse & non-recourse) and IFRS 16 leases

## Rating sensitivity

- Rating list :
  - NEU CP instrument: EF2

Factors that could influence the rating, individually or collectively:

- Positive Factors (↑)

An upgrade of M Finance's NEU CP instrument rating to EF1 could be considered in the event of an improvement in the long-term reference rating, subject to maintaining a stable CMEE and a "superior" or "adequate" liquidity profile. Such an improvement could result from a sustained and significant reduction in adjusted net leverage below 2.0x and a sustained strengthening of the interest coverage ratio above 10.0x. In addition, we believe that greater diversification of the group, notably in the materials-handling, energy and digital services sectors, would strengthen its competitive positioning and mitigate the constraints linked to its exposure to the public works sector, thereby constituting a positive rating factor.

- Negative Factors (↓)

Monnoyeur's rating could be downgraded in the event of a deterioration in the long-term reference rating, or, for the same level of long-term rating, a deterioration in the liquidity profile and/or CMEE from their current level. Such a development would reflect a deterioration in the group's financial profile, notably through a sustained increase in adjusted net leverage to around 3.8x and a sustained decline in the interest coverage ratio below 4.0x.

## 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](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/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid