

INSTRUMENT RATING
Neu CPInitiation date 03/10/2023
Rating Date 27/09/2024

Contacts

Lead analyst

Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Secondary analyst

Reda Mouaacha
reda.mouaacha@ethifinance.com

Committee chair

Marc Pierron
marc.pierron@ethifinance.com

Action de notation et justification

- EthiFinance Ratings confirme la notation court-terme EF2 du programme de NEU CP d'un montant maximal de €200m de M Finance SAS.
- M Finance, filiale à 100% de Monnoyeur SAS, porte la dette bancaire du groupe éponyme, centralise la trésorerie et procède au financement des sociétés opérationnelles par des prêts internes et des comptes courants. A cet effet, la notation de M Finance servant de référence pour la notation du programme de NEU CP a donc été jugée intrinsèquement liée à celle qui serait attribuée au groupe Monnoyeur dans son ensemble dans la mesure où elle bénéficie de la garantie de Monnoyeur SAS.
- L'affirmation de la notation découle : i) du bon positionnement concurrentiel de Monnoyeur en tant que distributeur exclusif de Caterpillar en France depuis 95 ans et de l'amélioration, année après année, de la diversification, par client, géographique et sectorielle en raison de la stratégie de développement du groupe ; ii) de la structure actionnariale et financière maîtrisée du groupe avec un actionnariat familial stable ; iii) d'une notation moyenne des secteurs sur lesquels le groupe Monnoyeur évolue (notation sectorielle à BBB-), principalement le secteur de la construction et plus particulièrement celui des travaux publics. Enfin, iv) le profil de liquidité « supérieur » qui caractérise le groupe est également un élément significatif de la notation court-terme.
- Toutefois, la notation est contrainte par i) le profil financier du groupe. Ce dernier s'est légèrement détérioré sur 2023, comme en témoigne la hausse du levier net ajusté sur 2023, hausse qui devrait se prolonger sur 2024 (le levier net ajusté tel que calculé par EthiFinance Ratings s'élevait à 3.0x à fin 2023 et devrait atteindre 3.2x à fin 2024). L'évolution observable du levier sur 2023 et sur 2024 est le fruit d'un double effet : d'une part des investissements conséquents à mettre en lien avec une activité de location très capitalistique et une politique d'acquisition soutenue depuis 2021, particulièrement en 2023, d'autre part une croissance de l'EBITDA qui devrait marquer le pas en 2024 après une année 2023 exceptionnelle, dans un contexte macroéconomique compliqué en France et dans certains pays clés pour la division agricole du groupe (Roumanie, Turquie). ii) Monnoyeur devra également confirmer la bonne intégration des croissances externes réalisées, notamment celle de VinZero en 2023 et de CADD Microsystems en 2024, les deux concernant l'activité digitale. Enfin, iii) la diversification du groupe, bien qu'en nette amélioration ces dernières années reste toutefois encore un point d'attention dans l'absolu. En 2023, les activités avec Caterpillar représentaient 54% du chiffre d'affaires consolidé et 42% de l'EBITDA. Le groupe est également très présent en France (45% du chiffre d'affaires consolidé).
- 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. Les performances sociales sont en amélioration tandis que les performances environnementales devaient évoluer positivement dans les années à venir suite aux engagements pris par le groupe qui ont certifiés par SBTi. Notre notation a donc été positivement impactée par la prise en compte des critères ESG au sein du groupe Monnoyeur.

Description de l'émetteur

Le groupe Monnoyeur est un groupe familial fondé en 1906 qui opère principalement dans la distribution de biens d'équipement et de services pour les secteurs de la construction, de l'industrie et de l'agriculture. Monnoyeur est le distributeur historique de Caterpillar en France depuis 1929. Le groupe s'est progressivement étendu à l'international, il est aujourd'hui présent dans 23 pays répartis sur 5 continents. Il a également diversifié ses activités et compte aujourd'hui 6 pôles d'activités : i) les biens d'équipement (Bergerat Monnoyeur) ; ii) les solutions de production d'énergie (Eneria) ; iii) le matériel de manutention (Aprolis) ; iv) le matériel agricole ; v) les services digitaux (Arkance) ; et vi) les services spécialisés (réparation, pneumatique en génie civil).

En 2023, le groupe Monnoyeur a réalisé un chiffre d'affaires y compris cession de matériels, de €3.3mds, en hausse de 24% par rapport à 2022, pour un EBITDA ajusté des locations simples de €375m. A fin 2023, le levier net ajusté s'élevait à 3.0x.

Fondamentaux

Profil d'activité

Appréciation du risque sectoriel

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

Au travers de ses activités de niche, Monnoyeur est présent principalement sur le secteur de la construction, plus spécifiquement celui des travaux publics. Les autres secteurs sur lesquels le groupe opère sont diversifiés et vont du traitement des déchets à l'aéronautique en passant par la logistique, le ferroviaire, etc. Le groupe est également présent sur le secteur agricole. Les perspectives de croissance nous semblent plutôt corrélées à l'évolution de l'environnement économique dans son ensemble (croissance du PIB), tant sur le secteur de la construction que sur le secteur agricole ou celui de l'industrie en général.

Le secteur de la construction est un secteur cyclique mais conséquent en investissements (c. 10% du PIB d'investissements en Europe), ce qui offre des opportunités pour le groupe, ce d'autant plus que la location de matériel a vocation à croître. La digitalisation devrait également apporter un relai de croissance au sein du secteur de la construction. En outre, les faibles barrières à l'entrée sur ce secteur sont favorables à Monnoyeur puisqu'elles lui donnent accès à une multitude de clients potentiels. Cette caractéristique est renforcée par le système d'exclusivité mis en place par Caterpillar, leader sur le secteur des équipements de construction, avec ses distributeurs.

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

Comme tout distributeur, les marges de Monnoyeur sont à la fois contraintes par l'intensité concurrentielle sur le marché de la fourniture d'équipements de construction, par la nature même du partenariat entre fabricant et distributeur, et dans une certaine mesure par la rentabilité des secteurs couverts.

Position concurrentielle

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

Monnoyeur est le distributeur exclusif de Caterpillar en France, ainsi qu'en Algérie, Roumanie, Pologne, Belgique et Luxembourg. Caterpillar, fabricant américain de machines pour les domaines de la construction, des mines et de l'énergie, est le leader mondial pour les équipements sur ce secteur. Caterpillar distribue ses machines via son réseau de distributeurs indépendants qui sont généralement des partenaires de longue date (en moyenne 50 ans). Monnoyeur s'est également diversifié dans la distribution de solutions de production d'énergie à partir des années 1970. Cette distribution exclusive est une barrière à l'entrée significative de notre point de vue.

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

La part du chiffre d'affaires issue de Caterpillar est importante. A fin 2023, Monnoyeur réalisait près de 54% de son chiffre d'affaires et environ 42% de son EBITDA sur des produits Caterpillar. Cependant, une partie importante du chiffre d'affaires issu de ses activités avec Caterpillar est liée à la partie SAV et maintenance. Compte tenu de l'historique de la relation entre Monnoyeur et Caterpillar (depuis 1929), et de l'importance des distributeurs indépendants pour le groupe américain, nous estimons toujours le risque de rupture du contrat de distribution comme faible. En outre, les contrats de distribution avec Caterpillar sont organisés et gérés par le groupe américain, et toute cession entre distributeurs fait non seulement l'objet d'une approbation par Caterpillar, mais également d'une opération financière qui s'apparente à une transmission d'entreprise, contrairement à ce qui peut se passer pour des contrats de distribution sur d'autres secteurs, notamment dans le secteur automobile.

Par ailleurs, le portefeuille de clients de Monnoyeur dans la construction est très diversifié (grands groupes et entreprises de taille intermédiaire), le top 10 représentant environ 3% du chiffre d'affaires du groupe, ce qui compense en partie la concentration fournisseur.

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

Monnoyeur se définit aujourd'hui comme un groupe de services pour les secteurs de la construction, de l'industrie et plus marginalement de l'agriculture. Le groupe a su se diversifier en termes de géographie et d'activité, à la fois par croissance organique et par croissance externe.

Monnoyeur s'est implanté sur le segment agricole en tant que distributeur exclusif de la marque de matériel agricole John Deere en Roumanie, Croatie et Turquie. Il s'est diversifié dans le secteur digital pour la construction en créant en 2018 la marque Arkance qui distribue les logiciels Autodesk. Il a complété le développement d'Arkance avec de nombreuses acquisitions « bolt-on » à l'étranger. En 2023, le groupe a acquis VinZero, lui permettant ainsi de s'étendre aux Etats-Unis, en Asie et en Océanie. Monnoyeur s'est aussi développé sur des activités de niche, en lien avec ses

activités historiques, afin de compléter l'offre de services proposée à ses clients de la construction (services spécialisés).

Au final, si l'activité du groupe reste fortement dépendante de Caterpillar et du marché français (45% du chiffre d'affaires en 2023), le développement engagé depuis plusieurs années permet à Monnoyeur d'améliorer sa diversification. En témoigne la part du chiffre d'affaires Caterpillar qui est passée de 72% en 2017 à 54% en 2023, ce qui est positif de notre point de vue.

Gouvernance

- **Actionnaires**

Le groupe Monnoyeur est détenu par la famille Monnoyeur qui détient 99.5% du groupe. Le solde du capital est détenu par les salariés (0.5%).

- **Qualité de l'équipe dirigeante**

La direction et la gouvernance du groupe sont en partie assurées par la 4^{ème} génération de la famille Monnoyeur depuis 2023. La moitié des membres du conseil d'administration, dont le directeur général, sont issus de la famille Monnoyeur.

Nous considérons la politique financière du groupe comme dynamique mais relativement prudente au regard des investissements importants (hors flotte en location et croissance externe) de l'ordre de 4.0% des ventes, et de la stratégie d'acquisition opportuniste avec un nombre important d'opérations de type bolt-on réalisées au cours des dernières années. Le groupe poursuit aussi sa stratégie de diversification dans le secteur digital (à travers Arkance), notamment avec l'acquisition très significative de Vinzero conclue en 2023 et de CADD Microsystems annoncée en 2024. Malgré ces opérations, le niveau d'endettement reste relativement contenu, ce qui permet au groupe de conserver un levier net cible à moyen-terme aux alentours de 2.5x (chiffres n'incluant pas d'ajustement sur les locations simples) pour un covenant financier à 3.5x. La politique de distribution de dividendes est modérée avec un ratio de distribution compris entre 30% et 40% du résultat net sur les dernières années.

- **Politique ESG**

Monnoyeur a conscience de l'enjeu de la transition énergétique dans son secteur, qui fait partie des plus polluants. En effet, d'après son dernier bilan carbone réalisé, 99.4% des émissions du groupe sont des émissions indirectes (scope 3) dont 91% proviennent de l'utilisation par ses clients des biens d'équipement distribués.

En ce qui concerne ses émissions directes scope 1 (0.6% des émissions totales), environ 85% sont liées à la flotte de véhicules du groupe. Monnoyeur entend réduire les impacts de ses opérations à travers une réduction de sa consommation d'énergie, de ses émissions de CO2 et de sa production de déchets. Monnoyeur a récemment fait valider certains objectifs par SBTi. Ainsi, le groupe s'est engagé à réduire ses émissions de scope 1 et 2 de 42% d'ici 2030 (2021 étant l'année de référence) et à réduire les émissions de scope 3 de 51,6% par million d'euros de valeur ajoutée créée sur la même période.

Profil financier

Résultats et profitabilité

Le groupe a réalisé une bonne performance opérationnelle en 2023 avec une hausse des revenus de 23% (+14% yoy à périmètre constant), pour atteindre €3.3mds, dont €117m de produits de cessions de matériels à l'issue de la période de location. L'EBITDA ajusté des locations simples ressortait à €375m en 2023 contre €295m en 2022 (soit une hausse de 27%), avec une marge ajustée relativement stable à 11.4%. L'amélioration de la marge sur les dernières années témoigne en particulier de la bonne maîtrise des coûts opérationnels dont les charges de personnel qui ont diminué (en proportion des revenus) en 2023.

La disparité est toutefois importante selon les pôles. Ainsi, la plus forte contribution provient du pôle biens d'équipement, (environ 40% de l'EBITDA non ajusté des locations simples 2023 avec 7.6% de marge), suivi du pôle manutention (environ 35% de l'EBITDA 2023 avec 20.0% de marge) et du pôle matériels agricoles (environ 16% de l'EBITDA 2023 avec 10.6% de marge). La bonne rentabilité des pôles biens d'équipement et manutention est tirée par l'activité location. L'activité matériels agricoles affiche une marge d'EBITDA assez élevée qui s'explique par une très bonne performance du pôle en 2022 et 2023, soutenue par une activité agricole favorable dans les géographies où le groupe est présent, notamment la Roumanie où les subventions européennes ont un effet positif sur l'activité. En ce qui concerne le pôle digitalisation (Arkance), malgré une très forte croissance en termes de revenus (€342m en 2023 vs €178m en 2022) principalement due à l'acquisition de Vinzero, cette activité affiche actuellement des marges plus faibles que celles du groupe (3.8% de marge d'EBITDA en 2023), notamment en raison des coûts d'intégration des acquisitions.

Le niveau de marge d'EBITDA ajusté (après ajustement sur les locations simples) devrait se stabiliser autour de 11-12%

dans les années à venir étant donné le contexte macroéconomique en Europe, et particulièrement en France. L'instabilité politique et économique actuelle de la France, couplée à des taux d'intérêts élevés sur le premier semestre 2024, ont en effet freiné les investissements des clients du groupe. L'arrivée en 2026 d'élections municipales pourrait également retarder certaines dépenses publiques, notamment sur les travaux publics ou encore la délivrance de permis avec les conséquences que cela amène sur le secteur de la construction. La Roumanie est en proie à une sécheresse qui a impacté les récoltes et donc les investissements des clients du groupe sur le pôle agricole. Enfin, le contexte économique en Turquie (forte inflation et taux d'intérêts élevés) pèse également sur les résultats du groupe sur 2024.

Génération de trésorerie et levier

Le groupe a continué à générer un niveau de cash-flow important avec environ €172m de cash-flow opérationnel en 2023 (vs €132m en 2022). Cependant, le free-cash-flow ajusté (après M&A, après investissements financés sous forme de locations financières et avant dividendes), ressortait en forte baisse à -€334m (-€165m en 2022). Cette variation s'explique principalement par les opérations de croissance externes réalisées en 2023 (notamment VinZero) pour un total de €275m, ainsi que par l'augmentation du BFR, notamment une hausse des stocks de €160m. Cette hausse s'explique par des livraisons conséquentes de machines de la part de Caterpillar en fin d'année 2023, ainsi que par l'acquisition d'équipements pour accompagner la croissance importante de l'activité agricole.

Le taux de distribution de dividendes est resté plutôt stable, en lien avec l'objectif de distribution d'environ 30% à 40% historiquement. Nous nous attendons à ce que le free cashflow ajusté reste négatif sur notre période de projection (2024-2026).

Depuis 2021, la dette nette ajustée du groupe a fortement augmenté, passant de €576m à fin 2021 à €1.1mds à fin 2023, en raison principalement de la stratégie de croissance mise en place, à travers le développement de la flotte et de la croissance externe. La forte croissance de l'EBITDA, d'environ 61% entre 2021 et 2023, a toutefois permis de limiter la détérioration du levier. Ainsi, le levier net ajusté (principalement des locations simples et des engagements de retraite) par EthiFinance Ratings a augmenté de 2.5x à fin 2021 à 3.0x à fin 2023. Le ratio fonds propres/dette financière brute ajustée a aussi diminué sur la même période, passant de 69% à fin 2021 à 58% à fin 2023, un niveau que nous considérons comme moyen. A court-terme, nous prévoyons un endettement brut ajusté (après ajustement sur les locations simples) stable entre €1.3mds et €1.4mds. Le ratio de levier ajusté devrait donc légèrement augmenter à fin 2024 (3.2x) puis s'améliorer légèrement sur notre période de projection jusqu'en 2026 en l'absence d'acquisitions significatives.

Structure de la dette

La dette brute du groupe s'élevait à €1.1mds à fin 2023 (€781m hors engagements sur crédit-bail) pour une trésorerie de €198m et €3m d'équivalents de trésorerie. Hors engagements sur crédit-bail, les principaux financements et lignes de crédit se composent :

- d'un « term loan » de €200m mis en place en 2022 pour l'acquisition de VinZero en 2023
- d'un crédit syndiqué mis en place en 2019, dont €197m de tranches A et B à fin 2023. La tranche RCF (€250m) n'était pas utilisée à fin 2023
- de deux Prêts Participatifs Relance (PPR) de €76m et €24m, respectivement
- d'un Euro PP de €150m
- d'un programme de NEU CP de €200m (non utilisé à fin 2023)

Nous effectuons des ajustements pour un montant total de €187m dont €45m de provisions pour retraites, €131m de locations simples capitalisées à fin 2023, et €12m de crédits-baux datant d'avant 2021, que nous avons également ajustés. La dette nette ajustée ressort à €1.1mds pour un levier net ajusté de 3.0x à fin 2023.

Liquidité

Nous considérons que Monnoyeur possède une liquidité « supérieure », traduisant d'une part un bon niveau de liquidité dans un scénario de restriction de l'accès aux financements, et d'autre part un profil 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 ne devraient pas changer significativement dans les 12 prochains mois.

Principaux chiffres financiers

Main financial figures. millions of EUR					
	FY21	FY22	FY23	22vs21	23vs22
Turnover	2 228	2 588	3 174	16,2%	22,7%
EBITDA	233	295	375	26,6%	27,0%
EBITDA Margin	10,5%	11,4%	11,8%	0,9pp	0,4pp
EBIT	96	124	158	30,3%	26,6%
EBIT Margin	4,3%	4,8%	5,0%	0,5pp	0,2pp
EBT	87	107	110	23,2%	2,9%
Total Assets	2 090	2 384	2 923	14,1%	22,6%
Equity	671	728	777	8,4%	6,9%
Total Financial Debt	975	1 026	1 343	5,3%	30,9%
Net Financial Debt	576	738	1 142	28,2%	54,7%
Equity/TFD	68,9%	70,9%	57,9%	2,0pp	-13,0pp
NFD/EBITDA	2,5x	2,5x	3,0x	0,0x	0,5x
Adj Funds From Operations	203	242	279	37,4%	15,4%
Adj FFO/NFD	35,3%	32,8%	24,5%	-2,5pp	-8,3pp
EBITDA/Interest	14,8x	12,7x	6,2x	-2,1x	-6,4x

Les ajustements sur l'EBITDA concernent principalement les locations simples.

Les ajustements sur la dette portent essentiellement sur les provisions pour retraite et les ajustements sur les locations simples.

Sensibilité de la notation

- Liste des notations
 - Instrument de NEU CP : EF2

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- Facteurs positifs (↑)

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

- Facteurs négatifs (↓)

La note de Monnoyeur pourrait être revue à la baisse en cas de dégradation de la note long-terme de référence assortie d'une dégradation du profil de liquidité et/ou du CMEE. Une telle évolution traduirait une dégradation significative du profil financier du groupe, notamment au travers d'une hausse durable du levier net ajusté aux alentours de 3.3x.

The following is a translation of the French version published on 27/09/2024. It does not contain additional figures or information. The French version remains the definitive version.

Rating action and rationale

- EthiFinance Ratings affirms M Finance SAS' short-term rating for the NEU CP instrument (up to €200m) at EF2. M Finance, a wholly owned subsidiary of Monnoyeur SAS, manages its bank debt, centralising cash and finance operating companies, through internal loans and current accounts. To this end, M Finance's rating, which serves as a reference for the rating of the NEU CP programme, was deemed to be intrinsically linked to the rating attributable to the Monnoyeur group since the program is guaranteed by Monnoyeur SAS.
- Our rating affirmation is based on Monnoyeur's good competitive positioning as the exclusive distributor for Caterpillar in France for c. 95 years. Year after year, client geographic and sector diversification continue to improve on the back of an expansion strategy. Financial and shareholding structures are controlled and rely on a stable family shareholder base. The average sectorial risk in the industries where Monnoyeur operates (sector rating of BBB-) - mainly construction and particularly public works – also supports our rating. Finally, the Group's "superior" liquidity profile is also a significant driver for the short-term rating.
- However, our rating is constrained by the deterioration in Monnoyeur's financial profile, as evidenced by the deterioration in the adjusted net leverage ratio for 2023, one that is expected to continue in 2024 (the EthiFinance Ratings-adjusted net leverage ratio stood at 3.0x at end-2023 and is expected to reach 3.2x by end-2024). This is due to: 1) significant investments in relation to a highly capital-intensive rental business, and a sustained acquisition policy since 2021 (especially 2023); 2) expectations of EBITDA stability in 2024 - after an exceptional 2023 - on the back of a complicated macroeconomic environment in France, and in some key countries for the company (Turkey, Romania). Monnoyeur will also need to confirm a successful integration of acquisitions, in particular VinZero in 2023 and CADD Microsystems in 2024, both joining the digital business. Finally, diversification - although materially improved in recent years - remains an area that deserves a specific focus. In 2023, activities with Caterpillar represented 54% of consolidated sales and c. 42% of EBITDA. Monnoyeur is also highly concentrated in France (45% consolidated revenues).
- Under our methodology, the construction, services and retail industries that were used as a reference for the sectorial ESG assessment, have medium ESG risks (sector heatmap score 3-3.5). This results in a sector assessment that is not impacted by industry-related considerations.
- Our assessment of the company's ESG policy shows a positive score (1-1.5). Monnoyeur's governance is a driver of its ESG assessment as it is almost aligned with what that of large, listed companies. Social practices continue to improve while environmental practices are expected to improve in the years ahead following the SBTi-certified commitments made by the group in 2024. Therefore, our rating was influenced positively by the inclusion of ESG criteria for Monnoyeur.

Issuer description

The Monnoyeur Group is a family-owned company founded in 1906 that distributes capital goods and services in the construction, industrial, and agricultural sectors. Monnoyeur has been Caterpillar's historic distributor in France since 1929. It has gradually expanded internationally, and is now present in 23 countries on 5 different continents. It has also diversified its activities and now has 6 core businesses: i) capital goods (Bergerat Monnoyeur); ii) energy production solutions (Eneria); iii) handling equipment (Aprolis); iv) agricultural equipment; v) digital services (Arkance); and vi) specialised services (hydraulic hoses, civil engineering tyres).

For 2023, Monnoyeur reported €3.3bn of revenues including equipment divestiture (+24% yoy), for adjusted EBITDA of €375m. At end-2023 the EthiFinance Ratings-net adjusted leverage ratio stood at 3.0x.

Fundamentals

Business risk profile

Industry risk assessment

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

Through its niche activities, Monnoyeur is present in various industries. The construction sector, and more specifically public works, remains the most important. Other industrial sectors are diverse and include waste management, logistics, agriculture, railway, and aviation industries. We believe that growth perspectives are closely correlated with the economy (particularly GDP growth), both in construction, and in the agricultural and industrial sectors. However, digitalisation should also provide a new source of growth.

Construction is a cyclical but dynamic sector (c. 10% of GDP investment in Europe), which offers opportunities, especially as equipment rental is set to grow. Digitalisation is also expected offer growth opportunities in construction. In addition, the low barriers to entry in this sector are favourable, as they give access to a multitude of potential

customers. This advantage is further enhanced by the exclusive arrangements that Caterpillar, a leader in construction equipment, has with its distributors.

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

Like any distributor, margins are constrained by the intensity of competition in the construction equipment supply market. This is due to the nature of the partnership with manufacturers, and to some extent by the profitability of the different industries served by Monnoyeur.

Company's competitive positioning

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

Monnoyeur is Caterpillar's exclusive distributor in France, as well as in Algeria, Romania, Poland, Belgium and Luxembourg. Caterpillar is the world's leading manufacturer of construction, mining and energy machinery. It distributes machines via its network of independent distributors, who are generally long-term partners (on average 50 years). Monnoyeur has also diversified into the distribution of power generation solutions since the 1970s. This exclusive distribution has a significant barrier to entry, from our point of view.

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

The proportion of sales generated by Caterpillar is significant. For 2023, Monnoyeur generated c. 54% of its sales and c. 42% of EBITDA from Caterpillar products. However, a sizable part of the sales generated by its activities with Caterpillar relates to after-sales and maintenance. Given the track record (c. 95 year-long partnership between Monnoyeur and Caterpillar), and the importance of independent distributors for the US group, we evaluate that the risk of a break-up is low. In addition, the distribution contracts are organised and managed by Caterpillar, and any transfer between distributors is not only subject to approval, but also to a financial transaction. This is similar to a business transfer, unlike for distribution contracts in other sectors, particularly automotive.

In addition, Monnoyeur's portfolio of construction customers is highly diversified (both large and smaller companies), with the top 10 accounting for c. 3% of sales. this goes some way to offsetting supplier concentration.

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

Today, Monnoyeur defines itself as a group providing services to the construction, industrial and, to a lesser extent, agricultural sectors. It has diversified geographically, and in terms of activity, both organically and through acquisitions.

Monnoyeur has established itself in the agricultural segment as the exclusive distributor of the John Deere brand in Romania, Croatia and Turkey. It diversified into the digital sector in construction, by creating the Arkance brand in 2018, which distributes Autodesk software. It completed the development of Arkance with a number of overseas bolt-on acquisitions. In 2023, the company acquired VinZero, enabling it to expand into the US, Asia, and Oceania. Monnoyeur has also developed niche activities, in line with its historical businesses, to round out the range of specialised services that it offers to its construction customers.

Ultimately, while business remains heavily dependent on Caterpillar and the French market (c. 45% of sales in 2023), the development undertaken over the last few years has enabled Monnoyeur to improve diversification. This is reflected in the proportion of Caterpillar sales, which has fallen from 72% in 2017 to 54% in 2023, something which is positive from a credit standpoint.

Governance

- **Shareholders**

Monnoyeur is owned by the Monnoyeur family, which holds 99.5% of equity. The remainder of the capital is held by employees (0.5%).

- **Quality of the management team**

Management and governance has been in the hands of the 4th generation of the Monnoyeur family. The CEO, and half the members of the Board of Directors are from the family.

We consider the financial policy to be dynamic but relatively prudent, given the high level of investment (excluding leased fleet and acquisitions), which represents around 4.0% of sales. This is with the opportunistic acquisition strategy, with a large number of bolt-on deals completed in recent years. The company continues its expansion into digital services (through Arkance), notably with the significant acquisition of VinZero in 2023, and more recently that of CADD Microsystems in 2024. Despite these operations, the level of indebtedness has been contained therefore allowing Monnoyeur to maintain a target of 2.5x (figures reported by management, excluding the adjustment for operating leases) in the medium term, for a financial covenant of 3.5x. Dividends are moderate, with a payout ratio in

the range 30-40% of net profit.

- ESG policy

Monnoyeur is aware of challenges from energy transition in its sector, one of the most polluting. In fact, according to its last carbon footprint, 99.4% of its emissions are indirect (scope 3), 91% of which come from the indirect use by customers of its sold goods.

Of its direct Scope 1 emissions (0.6% of total emissions), 85% are linked to the vehicle fleet. Monnoyeur intends to reduce the impact of its operations by cutting energy consumption, CO2 emissions and waste production. Monnoyeur recently committed to reduce its scope 1 and 2 emissions by 42% by 2030 (compared to 2021) and to reduce scope 3 emissions by 51.6% by EUR million added value over the same period. These targets have been SBTi-certified in 2024.

Financial risk profile

Results and profitability

Monnoyeur posted growth in revenues of 23% yoy (+14% yoy on a like-for-like basis) to €3.3bn in 2023, including €117m of proceeds from equipment disposals, at the end of the lease period. Adjusted EBITDA (adjusted for operating leases) in 2023 was €375m, compared with €295m in 2022 (an increase of 27%), with the margin relatively stable at 11.4%. The improvement in the margin reflects a tight control of operating costs, including personnel costs, which decreased (related to sales) in 2023.

However, there are major discrepancies between the various divisions. The strongest contribution came from the capital goods division (c. 40% of 2023 EBITDA unadjusted for operating leases, with a 7.6% margin), followed by the handling division (c. 35% of 2023 EBITDA with 20.0% margin). and then the agricultural equipment division (c. 16% of 2023 EBITDA with a 10.6% margin). The good profitability of the capital goods and handling divisions is being driven by the rental business. The agricultural equipment business recorded solid EBITDA margins in 2022 and 2023, thanks to favourable agricultural activity where the company operates, particularly Romania where European subsidies have had a positive effect. Concerning the digital division, it currently has lower margins (3.8% EBITDA margin in 2023), despite a strong increase in revenues (€342m for 2023 vs €178m for 2022) following the acquisition of Vinzero. This is a direct consequence of acquisition expenses.

The adjusted EBITDA margin should stabilise in the 11-12% range for the years ahead due to the current economic environment in Europe, particularly in France. The current economic and political instability in France, combined with high interest rates over 1H24, has hampered the investments of Monnoyeur's clients. The perspective of local elections in 2026 is also expected to constrain public expenditures, especially on public works, and to limit the approval of building permits thereby weighing on construction. Romania has suffered from drought, which has impacted harvests and by extension investments made by agricultural clients. Finally, Turkey is faced with high inflation and interest rates, which also weighs on Monnoyeur's results for 2024.

Cash flow and leverage

In 2023, the group has generated significant cashflow from operations (c.€172m vs €132m for 2022). However, adjusted free cash flow (after M&A, after investments funded through finance leases and before dividends) strongly decreased to -€334m (compared with -€165m for 2022). This difference is mainly due to higher M&A spending in 2023 (in particular the acquisition of Vinzero) for €275m, and the increase in working capital, notably a €160m rise in inventories. The latter was mainly caused by the substantial deliveries from Caterpillar at the end of the year, as well as the acquisition of agricultural equipment, in order to keep up with strong growth.

The dividend payout ratio has remained fairly stable, in line with around 30-40% historically. We expect free cash flow to remain negative over our projection period (2024-2026).

Since 2021, adjusted net debt has risen sharply, from €576m at end- 2021, to €1.1bn at end- 2023, mainly as a result of the growth strategy, through fleet expansion and external growth. Strong EBITDA growth of around 61% between 2021 and 2023 has limited deterioration in the leverage ratio. Our EthiFinance Ratings' adjusted net leverage ratio (adjusted mainly for operating leases and pension commitments) has therefore increased from 2.5x at end-2021, to 3.0x at end-2023. The ratio of equity to adjusted gross financial debt has also fallen over the same period, from 69% at end-2021 to 58% at end-2023, a level we consider to be average. Over our projection period, we expect adjusted gross debt (adjusted for operating leases) to remain stable in the €1.3bn - €1.4bn range. The adjusted net leverage ratio is expected to slightly deteriorate to 3.2x by end-2024 before slightly improving over the forecast period until 2026, provided no significant acquisitions.

Capitalisation

Reported gross debt amounted to €1.1bn at end-2023 (€781m excluding financial leases), with a €198m cash position and €3m of cash equivalents. Excluding financial leases, debt comprised:

- A €200m Term Loan, subscribed to finance the acquisition of Vinero in 2023;
- A Syndicated Loan signed in 2019, with €197m of tranches A and B outstanding at end-2023. The RCF Tranche (€250m) was undrawn at end-2023;
- Two “Prêt Participatif Relance” (PPR) of €76 and €24m;
- A €150m Euro PP;
- A €200m NEU CP program (unused at end-2023).

Adjusted gross debt included €45m of provisions for pensions, €131m operating leases capitalised at end- 2023, and €12m finance leases dating from before 2021, which we have capitalised. The adjusted net debt amounted to €1.1bn, for an adjusted net leverage ratio of 3.0x at end-2023.

Liquidity

- **Strong liquidity**

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

Credit Metrics Expected Evolution (CMEE)

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

Main financial figures

Main financial figures. millions of EUR					
	FY21	FY22	FY23	22vs21	23vs22
Turnover	2 228	2 588	3 174	16,2%	22,7%
EBITDA	233	295	375	26,6%	27,0%
EBITDA Margin	10,5%	11,4%	11,8%	0,9pp	0,4pp
EBIT	96	124	158	30,3%	26,6%
EBIT Margin	4,3%	4,8%	5,0%	0,5pp	0,2pp
EBT	87	107	110	23,2%	2,9%
Total Assets	2 090	2 384	2 923	14,1%	22,6%
Equity	671	728	777	8,4%	6,9%
Total Financial Debt	975	1 026	1 343	5,3%	30,9%
Net Financial Debt	576	738	1 142	28,2%	54,7%
Equity/TFD	68,9%	70,9%	57,9%	2,0pp	-13,0pp
NFD/EBITDA	2,5x	2,5x	3,0x	0,0x	0,5x
Adj Funds From Operations	203	242	279	37,4%	15,4%
Adj FFO/NFD	35,3%	32,8%	24,5%	-2,5pp	-8,3pp
EBITDA/Interest	14,8x	12,7x	6,2x	-2,1x	-6,4x

Rating sensitivity

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

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

- **Positive factors (↑)**

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

- **Negative factors (↓)**

Monnoyeur's rating could be downgraded as a result of a fall in the reference long-term rating, combined with deterioration in the liquidity profile and/or the CMEE. This would reflect a significant regression in the financial profile, particularly an increase in adjusted net leverage ratio to around 3.3x.

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

Conditions of Use for this document and its content:

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

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

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

ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid