

EF1

ISSUER RATING

Short-Term

EF1

INSTRUMENT
RATING

Neu CP

Initiation date	30/11/2022
Rating date	16/10/2023

Contacts

Senior associate

Anne Guy
anne.guy@ethifinance.com

ACTION DE NOTATION ET JUSTIFICATION

- EthiFinance Ratings réhausse à EF1 la notation court-terme d'Exacompta Clairefontaine et la notation de son instrument NEU CP de €125m.
- Malgré un environnement sectoriel difficile (lié au contexte économique et aux perspectives du secteur), cette hausse s'explique par les bonnes performances financières du groupe ces dernières années. Ces performances ont contribué au très bon profil financier du groupe avec un ratio de levier net ajusté, tel que calculé par EthiFinance Ratings, de 1.0x à fin 2022, niveau que nous jugeons comme très satisfaisant pour un groupe évoluant dans un secteur capitalistique, et qui devrait se maintenir sur notre période de projection (2023-2025). Par ailleurs, Exacompta Clairefontaine bénéficie également de barrières à l'entrée importantes au sein de son secteur, à savoir l'industrie du papier.
- En revanche, la notation reste contrainte par la décroissance du secteur notamment en raison des considérations environnementales. Le secteur connaît également une certaine volatilité. De plus, le groupe est faiblement diversifié en termes de produits (papier et produits liés).
- Conformément à notre méthodologie, le secteur du papier est rattaché à l'industrie des matériaux et produits chimiques sur notre heatmap et présente un risque ESG élevé (score de la heatmap compris entre 4 et 5), ce qui contraint notre évaluation du profil de risque du secteur. En outre, notre évaluation de la politique ESG de la société fait ressortir un score neutre (score compris entre 1 et 4). Notre notation a donc été impactée par la prise en compte des critères ESG liés au secteur.

DESCRIPTION DE L'EMETTEUR

Exacompta Clairefontaine évolue dans le domaine de la papeterie depuis sa création qui remonte à 1858. Exacompta Clairefontaine est un groupe familial qui se positionne sur des articles de qualité avec une large gamme de produits comprenant notamment des ramettes de papier, des articles scolaires, des articles de classement, des articles millésimés (agenda et calendrier), des articles à destination des loisirs créatifs et plus récemment une offre d'édition et développement de photos, accessible sur PC et smartphone.

En 2022, le chiffre d'affaires du groupe s'élevait à €836m pour un EBITDA reporté de €95.5m et un levier net ajusté par EthiFinance Ratings de 1.0x. Ce ratio, tel que calculé par EthiFinance Ratings, est le rapport entre la dette nette ajustée (retraité des prêts actionnaire et incluant les engagements de retraites) et l'EBITDA publié par le groupe. Il convient de noter que la variation saisonnière du BFR engendre une augmentation du levier de c. 1.0x à la fin du premier semestre.

FONDAMENTAUX

PROFIL D'ACTIVITE

APPRECIATION DU RISQUE DE L'INDUSTRIE

- **Un marché historiquement compliqué et qui a connu de fortes perturbations en 2022**

Exacompta Clairefontaine évolue sur un marché que nous considérons comme compliqué. La complexité de ce marché se manifeste notamment par une diminution en moyenne de 3% par an de la consommation européenne de papiers d'impression et d'écriture, ce depuis 2005, sous l'influence du développement du digital et des nouvelles habitudes de travail. Nous notons qu'Exacompta Clairefontaine a su s'adapter à cet environnement difficile et jouer un rôle important dans la consolidation de ce marché.

En 2022, la consommation de papiers et de carton a baissé de 3.5% en Europe d'après la Confédération Européenne des Industries Papier (CEPI). Cette tendance à la baisse est plus prononcée pour la production avec une réduction des volumes de 6.1% par rapport 2021, supérieure à celle enregistrée pendant le Covid (-4.7% en 2020), en raison principalement de la hausse des prix de l'énergie qui a mis à l'arrêt certaines chaînes de fabrication. En France, la production de papiers et de cartons a connu une baisse plus faible que celle enregistrée en Europe (-3.7% vs 2021). En revanche, la production de papier à usages graphiques a connu une très forte baisse (-9.7% vs 2021), en partie liée à la réduction des capacités de production en France. En 10 ans, la production de papier à usages graphiques a baissé de plus de 60% et la consommation de c. 37%. Une amélioration du contexte n'est pas attendue pour 2023 avec un début d'année marqué par un recul de la demande et un manque de visibilité en raison des stocks importants chez les

clients.

L'industrie se caractérise aussi par une volatilité des marges provenant des prix de l'énergie mais également du prix de la pâte à papier dont les cours peuvent être influencés par la demande et la croissance asiatique. En 2022, le secteur a été fortement impacté par la guerre en Ukraine qui a entraîné à la fois une forte augmentation des prix de l'énergie et une hausse du prix de la pâte à papier (effet indirect de la hausse de l'énergie et des hausses des prix du transport combiné à un arrêt des exportations de pâte de bois de la Russie). Le prix de la pâte à papier a augmenté également en raison de la demande au niveau mondial (hausse de la demande de +2.3%). La Chine reste le 1er consommateur de pâte marchande (c. 35%) malgré une baisse en 2022 en raison de sa politique zéro-covid.

- **Des barrières à l'entrée assez importantes**

Les barrières à l'entrée sont importantes, de par l'intensité capitalistique, le savoir-faire nécessaire, l'image de marque et la capacité à pouvoir répondre à une clientèle de grands donneurs d'ordre. Ces barrières à l'entrée sont quelque peu atténuées par la présence de grands acteurs sur des marchés connexes, dans une industrie dont la rentabilité dépend beaucoup des taux d'utilisation des capacités de production. L'industrie papetière a connu de nombreuses fermetures en Europe au cours des 10 dernières années, principalement pour les acteurs positionnés sur le papier graphique et notamment les sites de production de papier journaux et magazines.

POSITION CONCURRENTIELLE DE L'EMETTEUR

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

Le groupe Exacompta Clairefontaine occupe de solides positions en Europe et notamment en France. En Europe, le groupe fait partie des six premiers producteurs non-intégrés de papiers d'impression et d'écriture ainsi que des cinq premiers fabricants d'articles de papeterie. Exacompta Clairefontaine occupe des positions de leader qu'il a su consolider via de multiples, petites et moyennes, acquisitions, et ce notamment depuis la fin des années 1990. Cette stratégie a permis au groupe d'élargir son offre de produits ainsi que d'internationaliser et de renforcer ses positions.

Le groupe tire profit de la réputation de ses marques, de la qualité de ses produits, d'une intégration de ses activités (fabrication de papiers semi-finis et transformation en divers articles de papeterie) et d'une capacité à pouvoir répondre rapidement aux besoins de ses clients grâce notamment à ses importantes plateformes logistiques.

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

Le groupe est à la fois un fabricant et un transformateur de papier, ce qui lui permet d'offrir une large gamme de produits comprenant notamment des ramettes de papier, des articles scolaires, des articles de classement, des articles millésimés (agenda et calendrier) et des articles à destination des loisirs créatifs. Cependant, la diversification produits reste limitée au papier et aux produits dérivés.

En raison de la nature de son activité, la diversification géographique d'Exacompta Clairefontaine est limitée à la France et à l'Europe (hors France) puisque ces zones représentaient respectivement 53% et 44% des revenus de l'année 2022.

- **Une hausse des contraintes environnementales**

L'industrie papetière est fortement impactée par les enjeux énergétiques compte tenu de l'intensité carbone de ses activités. Les acteurs du secteur sont contraints de réduire leurs émissions, en lien avec l'objectif européen de baisse de 55% des émissions de gaz à effet de serre sur la période 2019-2030. De plus, certains sites sont soumis à la réglementation européenne sur les quotas d'émissions de gaz à effet de serre. Ainsi, au sein d'Exacompta Clairefontaine, trois filiales papetières sont soumises aux quotas carbone. En 2022, le montant des quotas d'émissions alloués à titre gratuit s'élevait à 56 667 tonnes contre 78 330 tonnes d'émissions déclarées, nécessitant par conséquent l'achat de quotas de CO2. A noter que la moyenne du prix du quota de CO2 a fortement augmenté en 2022 pour s'établir à c. 81 €/t après s'être échangé en moyenne à 54 €/t en 2021.

Le groupe mène une politique d'investissements pour réduire l'impact de ses sites de production et leurs consommations en énergie. Il a notamment lancé des investissements structurants sur son site de production d'Etival-Clairefontaine pour le convertir à la biomasse d'ici 2025 et réduire ainsi significativement ses émissions de CO₂. Par ailleurs, le groupe veille à avoir une consommation responsable de matières premières. Exacompta Clairefontaine cherche en particulier à avoir une traçabilité dans sa chaîne d'approvisionnement de fibres, avec un objectif de 100% à horizon 2025 (taux d'atteinte de 94.8% à fin 2022) et utilise des fibres recyclées pour une partie de sa production de papiers (c. 27% en 2022). Notons cependant que le groupe ne communique pas d'engagements chiffrés en termes de trajectoire carbone.

GOUVERNANCE

- **Actionnaires et équipe dirigeante**

Le groupe bénéficie d'un actionariat familial depuis sa création en 1858. Cet actionariat familial apporte au groupe une vision long-terme qui s'accompagne d'une politique financière plutôt prudente.

Le groupe mène une politique d'investissement dynamique (avec un niveau d'investissement se situant entre 4.0% et 5.0% de ses revenus) qui nous semble en cohérence avec les niveaux affichés dans l'industrie papetière. Ce niveau d'investissement s'accompagne d'un faible niveau de distribution de dividendes (fluctuant entre 20 et 30% du résultat net) et un levier net ajusté, tel que calculé par EthiFinance Ratings, modéré, en moyenne de 1.5x sur la période 2018-2022.

En adéquation avec le caractère familial du groupe, la gouvernance et la direction du groupe possèdent une faible indépendance, ce qui est atténué par la bonne performance historique du groupe. Notons qu'Exacompta Clairefontaine a su s'adapter à un environnement difficile et jouer un rôle important dans la consolidation de son marché, et ce avec un endettement maîtrisé.

PROFIL FINANCIER

RESULTATS ET PROFITABILITE

En 2022, le chiffre d'affaires a augmenté de 15.0% à €836m (vs €727m en 2021). Cette hausse concerne principalement l'activité papier et est due à un effet prix alors que les volumes sont en légère baisse (c. -1%). La marge d'EBITDA, telle que calculée par EthiFinance Ratings, a progressé sur l'exercice et passe de 10.4% en 2021 à 11.4% en 2022. Cette amélioration de la marge vient d'une meilleure absorption des charges externes et des frais de personnel compte tenu de la hausse du chiffre d'affaires. L'EBITDA ressortait ainsi à €95.5m (vs €75.9m en 2021).

Au 1S23, le chiffre d'affaires a progressé de 5.9% par rapport au 1S22. Cependant, cette hausse est principalement liée à un effet prix alors que les volumes sont toujours en baisse. La production est notamment en baisse de 7.9% en volume par rapport au 1S2022. La marge d'EBITDA est en forte hausse grâce notamment aux aides reçues sur l'électricité et à une plus-value immobilière. Hors ces éléments exceptionnels, la marge d'EBITDA est en hausse à 12.6%.

GENERATION DE TRESORERIE ET LEVIER

Le free cash-flow 2022 ajusté, après dividendes et M&A, ressortait négatif à €(36)m (vs €19m à fin 2021). Cette baisse provient de la hausse du BFR en raison de l'augmentation des stocks dont les prix ont fortement progressé sur l'exercice, et d'un montant d'acquisitions plus important qu'en 2021 (€12m). Les dividendes sont restés relativement stables à €4m (vs €3m en 2021).

L'endettement net ajusté, tel que calculé par EthiFinance Ratings, s'établissait à €94m à fin 2022 soit une augmentation de €28m par rapport à son niveau à fin décembre 2021. Le levier net ajusté tel que calculé par EthiFinance Ratings ressortait à 1.0x à fin 2022 (vs 0.9x à fin 2021), et devrait rester relativement stable d'ici 2025. Sur notre période de projection, nous nous attendons à une hausse exceptionnelle de la marge en 2023 puis un retour aux niveaux historiques. Le FCF ajusté devrait se stabiliser autour de l'équilibre sur la période de projection.

DISTRIBUTION DE LA DETTE

A fin 2022, la dette du groupe se composait principalement de prêts bancaires (52% de la dette brute), des tirages sur le programme de NEU CP (13%), des engagements IFRS 16 (20%), et d'un prêt actionnaire ayant une échéance au-delà de 5 ans. Environ 50% de la dette se situe au niveau des filiales opérationnelles et 50% au niveau de la maison-mère. Nous estimons le risque de subordination comme assez faible compte tenu du fait que l'organisation du groupe est simple, que la dette sur les filiales présente une concentration significative sur la société Papeteries de Clairefontaine, et que la politique financière est prudente.

Nous notons la présence de certains covenants (testés annuellement) qui étaient tous respectés au 31 décembre 2022.

LIQUIDITE

En termes de liquidité, le groupe avait €119m de trésorerie à fin 2022 et €145m de lignes de tirage qu'il peut mobiliser. Nous notons que ces lignes ont une durée initiale de 5 ans, sont contractées auprès des banques relationnelles du groupe et ont été renouvelées récemment.

Les amortissements de dettes bancaires moyen-terme s'établissent à c. €20m par an. La variation du besoin en fonds de roulement mobilise environ €50/100m (avec un pic à fin juin). Elle est traditionnellement financée par la trésorerie et des tirages sur le programme de NEU CP (tirage de €25m à fin juin 2023).

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

PERSPECTIVES D'EVOLUTION DES RATIOS DE CREDIT (CMEE)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit est Stable. En lien avec la politique financière prudente et compte tenu de l'amélioration de la profitabilité attendue à court-terme, les ratios de crédit devraient rester relativement stable à horizon 1 an.

PRINCIPAUX CHIFFRES FINANCIERS

Principaux chiffres financiers. Millions d'EUR				
	2020	2021	2022	22vs21
Chiffre d'affaires	690	727	836	15.0%
EBITDA ajusté	63	76	96	25.8%
Marge d'EBITDA	9.1%	10.4%	11.4%	0.1pp
EBIT ajusté	13	32	49	53.5%
Marge d'EBIT	1.9%	4.4%	5.8%	0.3pp
EBT	13	30	38	28.6%
Total de l'actif	894	899	915	1.8%
Capitaux propres	423	445	471	5.9%
Dette totale ajustée	291	259	213	-17.8%
Dette nette ajustée	88	66	94	42.3%
Capitaux propres / Dette totale ajustée	145.4%	171.8%	221.3%	0.3pp
Dette nette ajustée / EBITDA ajusté	1.4x	0.9x	1.0x	0.1x
CAF	51	76	93	23.1%
CAF / Dette nette ajustée	57.4%	114.2%	98.8%	-0.1pp
EBITDA / Intérêts	48.4x	68.5x	76.4x	0.1x

SENSIBILITE DE LA NOTATION

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

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- **Facteurs positifs (↑).**

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

- **Facteurs négatifs (↓).**

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

INFORMATIONS REGLEMENTAIRES

LEI : 969500FNFP0ZDQXDQ440

Rapport de notation court-terme publique

Rapport d'initiation : Non

Initiation de la notation : EF2, le 30 novembre 2022

Dernière action de notation : Initiation à EF2, le 30 novembre 2022

Nature de la notation : Notation court-terme publique sollicitée

Avec participation de la société notée ou de sociétés liées : Oui, ce rapport a été publié après avoir été revu par l'émetteur.

Avec accès à des documents internes : Oui

Avec accès à l'équipe dirigeante : Oui

Services annexes fournis à l'entité notée : 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.

Nom du président du comité de notation : Guillermo Cruz, Chief rating officer

Principaux documents et sources utilisés :

- Rapports annuels et semestriels 2023, 2022, 2021, 2020 ;
- Rapport de performance extra-financière ;
- Discussion avec la direction financière ;
- Rapports COPACEL : Quelles perspectives pour l'industrie papetière en 2023 ? ; Rapport statistique 2022 de l'industrie papetière française ;
- CEPI : Key statistics 2022 – European pulp & paper industry

Limitation de l'action de notation :

- EthiFinance Ratings estime que la qualité et la quantité des informations disponibles sur l'entité notée sont suffisantes pour fournir une notation.
- EthiFinance Ratings n'a aucune obligation d'auditer ou de vérifier l'exactitude des données fournies.

Principales méthodologies utilisées :

https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.pdf

https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_191.Corporate_Rating_Methodology_Short_Term-202303.pdf

EthiFinance Ratings SL

Calle Velázquez nº18

28001 – Madrid

Conditions of Use for this document and its content:

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

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

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are considered to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bear 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: 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 © 2022 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