

ISSUER RATING
Short-termINSTRUMENT RATING
Neu CP**Initiation date** 30/11/2022
Rating Date 10/10/2024

Contacts

Lead analystAnne Guy
anne.guy@ethifinance.com**Secondary analyst**Reda Mouaacha
reda.mouaacha@ethifinance.com**Committee chair**Aitor Sanjuan Sanz
aitor.sanjuan@ethifinance.com

Action de notation et justification

- EthiFinance Ratings confirme la notation d'Exacompta Clairefontaine SA ainsi que de son instrument NEU CP de €125m à EF1.
- Ces notations reflètent notamment un profil financier du groupe qui est resté excellent, malgré une réduction du volume des ventes sur le secteur du papier, due à un recul de la demande. En 2023, l'amélioration du profil financier a été principalement marquée par une marge d'EBITDA en légère progression à 11.8% (vs 11.4% à fin 2022), et par un ratio de levier net ajusté qui, selon les calculs d'EthiFinance Ratings, s'est nettement amélioré, passant de 1.0x à fin 2022 à 0.2x à fin 2023. Nous considérons ce niveau comme très satisfaisant pour une entreprise évoluant dans un secteur capitalistique. En outre, nous anticipons le maintien de ce niveau durant notre période de projection 2024-26 malgré un repli attendu de l'EBITDA sur cette même période. Exacompta Clairefontaine se positionne comme un producteur de référence sur le marché européen de la fabrication du papier avec des marges de profitabilité en ligne avec la moyenne du secteur.
- Toutefois, la notation reste contrainte par la faiblesse de la demande des produits de papier en France et en Europe, marquée par la fermeture d'usines et l'arrêt des lignes de production face à une baisse des commandes. En parallèle, la notation est aussi contrainte par la hausse des prix de la pâte à papier et des coûts énergétiques, qui devraient peser sur la rentabilité du groupe dans les années à venir. Dans un contexte de faible diversification des produits, ces facteurs pourraient peser significativement sur les activités du groupe dans leur ensemble.
- Conformément à notre méthodologie, le secteur du papier est rattaché à l'industrie des matériaux et produits chimiques sur notre heatmap et présente un risque ESG élevé (score de la heatmap compris entre 4 et 5) en raison de son impact sur l'environnement, ce qui contraint notre évaluation ESG du secteur. En effet, le secteur a un impact important sur le climat et la pollution avec des niveaux élevés de consommation d'eau et d'émissions de GES ainsi que des risques de génération de pollution (air, eau, déchets dangereux).
- En revanche, notre évaluation de la politique ESG de la société fait ressortir un score neutre (score compris entre 1.5 et 3.5) en raison de la stabilité du score par rapport à l'année dernière. Notre notation est donc impactée par la prise en compte des critères ESG liés au secteur.

Description de l'émetteur

Exacompta Clairefontaine SA se spécialise, depuis sa création en 1858, dans la production et la finition du papier ainsi que de sa transformation en produits finis. C'est un groupe familial qui opère à travers deux segments : le papier (production, finition et mise en format de papier) et la transformation (façonnage d'articles de papeterie, de bureau et de classement et digital photos) avec une large gamme de produits comprenant notamment des ramettes de papier, des articles scolaires, des articles de classement, des articles millésimés (agenda et calendrier), des articles à destination des loisirs créatifs et plus récemment une offre d'édition et développement de photos, accessible sur PC et smartphone.

En 2023, le chiffre d'affaires du groupe s'élevait à €843m pour un EBITDA ajusté par EthiFinance Ratings de €100m et un levier net ajusté par EthiFinance Ratings de 0.2x. Ce ratio, tel que calculé par EthiFinance Ratings, est le rapport entre la dette nette ajustée (retraité du prêt actionnaire et incluant les engagements de retraites) et l'EBITDA ajusté (retraité de la plus-value sur cessions immobilières et des aides liées à l'électricité).

Fondamentaux

Profil d'activité

Appréciation du risque sectoriel

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

Exacompta Clairefontaine évolue sur un marché que nous considérons comme compliqué. Cette complexité 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 au sein de l'environnement de l'éducation et du 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 2023, la production de papiers et de carton a baissé de 12.8% en Europe d'après la Confédération Européenne des Industries Papier (CEPI). Cette tendance à la baisse est plus prononcée pour la consommation avec une réduction de 15.3% par rapport à 2022, supérieure à celle enregistrée pendant le Covid (-6.6% en 2020), en raison principalement de la faiblesse de la demande, particulièrement impactée par le maintien des pressions inflationnistes et la hausse des taux d'intérêts. Ceci a été amplifié par un déstockage important pendant l'année.

En France, l'industrie de la production de papier et de carton a connu également un ralentissement significatif. Une réduction notable de 13.5% des volumes de production, soit environ 6.13m de tonnes, a été observée par rapport à l'année précédente (CCFI). Ce déclin a été attribué à divers défis structurels, tels qu'une réduction importante des capacités en raison de l'arrêt définitif de deux usines et de plusieurs machines à papier. De plus, l'activité en début d'année a été perturbée par plusieurs mouvements sociaux par crainte de licenciements en raison des difficultés du secteur et des mouvements de concentration.

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

Les barrières à l'entrée sont importantes, du fait de l'intensité capitalistique, du savoir-faire nécessaire, de l'image de marque et de 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 pour journaux et magazines.

- **Impact des fluctuations des prix de la pâte à papier sur les marges des producteurs européens en 2023**

La marge brute sur le secteur du papier dépend largement du prix de la matière première principale qui est utilisée dans le processus de production du papier, à savoir la pâte à papier. Le cours de cette dernière en Europe a connu une baisse significative à partir du 1er trimestre 2023 de l'ordre de 40% pour BHPK Europe (EUR) et de 30% pour NBSK Europe (EUR) (Source : Norexeco). Celui-ci a atteint son plus faible niveau de 800€/tn en moyenne au mois d'août / Septembre 2023. Les producteurs de papier tels qu'Exacompta Clairefontaine et Lecta en ont légèrement bénéficié, gagnant ainsi 2 à 3 points de marge. En revanche, à partir du 4ème trimestre 2023, le cours est reparti en hausse pour se stabiliser à la fin du 1er semestre 2024 autour de 1400 -1600 €/tn. Nous nous attendons donc à un impact inverse sur les marges des producteurs de papier sur l'année 2024.

Position concurrentielle

- **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 52% et 44% des revenus de l'année 2023.

- **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 2023, le montant des quotas d'émissions alloués à titre gratuit s'élevait à 57 813 tonnes contre 82 020 tonnes d'émissions déclarées. L'écart a été comblé par l'achat de quotas supplémentaires à un prix moyen de 70€/t. A noter que la moyenne du prix du quota de CO2 sur le marché a fortement augmenté en 2023 pour s'établir à c. 83.5 €/t et poursuit sa hausse en 2024, en atteignant 92.3 €/t. La moyenne était de 54 €/t en 2022 (Source : LegiFrance).

Gouvernance

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

Depuis sa création en 1858, le groupe est soutenu par un actionnariat familial qui détient 80.5% du capital. Les établissements Charles NUSSE, majoritaires au capital, apportent une stabilité sur le long terme, assortie d'une gestion financière prudente. L'un des atouts majeurs de cet actionnariat réside dans sa capacité à s'adapter agilement aux évolutions du marché, facilitée par une centralisation des décisions au sein de la famille. Par ailleurs, le groupe est coté en bourse (Euronext Growth), affichant une capitalisation boursière de €161.8m au 4 octobre 2024.

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

Le groupe mène une politique d'investissement dynamique (avec un niveau d'investissement moyen de 5.0% de ses revenus sur les dernières années) qui nous semble en cohérence avec les niveaux affichés dans l'industrie papetière. Ce niveau d'investissement s'accompagne d'un niveau de distribution de dividendes qui reste stable (limité à 30% du résultat net) et un levier net ajusté très bon qui sort en moyenne à 0.9x sur la période 2018-2023.

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.

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

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 améliorer ainsi son empreinte environnementale. Par ailleurs, la part de ventes de papiers issus de matières recyclées représentait 23% du total des ventes en 2023, ce qui se traduit par une consommation responsable de matières premières grâce au recyclage. 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 93.6% à fin 2023). Notons cependant que le groupe ne communique pas d'engagements chiffrés en termes de trajectoire carbone.

Profil financier

Résultats et profitabilité

En 2023, le chiffre d'affaires a légèrement augmenté de 0.9% à €849m (€843m en 2022). Cette hausse concerne principalement le segment de la transformation et est dûe à un effet prix qui a pu compenser la baisse du volume produit sur l'année (c. -6%). La marge d'EBITDA, telle que calculée par EthiFinance Ratings, a progressé de 0.4% sur l'exercice, passant de 11.4% à fin 2022 à 11.8% à fin 2023. Cette amélioration de la marge émane principalement d'une baisse de c. 3.4% du coût des matières premières, principalement la pâte à papier. L'EBITDA ajusté par EthiFinance Ratings (excluant la plus-value sur cessions immobilières et les aides sur les coûts d'électricité) ressortait ainsi à c. €100m (vs €96m en 2022).

Génération de trésorerie et levier

En 2023, le free cash-flow ajusté (flux de trésorerie d'exploitation - intérêts payés - flux de trésorerie d'investissement - dividendes versés) ressortait positif à €73m (vs €-36m à fin 2022). Cette hausse s'explique par l'effet de déstockage (baisse de 7% des stocks), ce qui a permis de générer une variation positive du BFR. Les dividendes sont restés relativement stables à €5.0m (vs €4.2m en 2022).

L'endettement net ajusté, tel que calculé par EthiFinance Ratings, s'établissait à €22m à fin 2023, en forte baisse de €72m par rapport à son niveau à fin décembre 2022. Le levier net ajusté tel que calculé par EthiFinance Ratings ressortait à 0.2x à fin 2023 (vs 1.0x à fin 2022), et devrait rester relativement stable d'ici 2025. A fin 2024, nous nous attendons à une baisse de la marge d'EBITDA de 2 points de marge, dûe d'une part à l'augmentation des coûts de la pâte à papier, et d'autre part à l'augmentation attendue d'environ €15m des coûts énergétiques. En revanche, à partir de 2025, cette marge s'améliorerait pour atteindre 10.3% en 2025 et 10.8% en 2026.

Structure de la dette

À fin décembre 2023, la dette brute du groupe s'élevait à €209m et était composée principalement de prêts bancaires (€105m), de dettes de loyer (IFRS 16) à hauteur de €53m et d'un prêt actionnaire de €39m, ayant une maturité de plus de 5 ans. Les billets de trésorerie émis (NEU CP) s'élevaient à €10m pour un programme pouvant aller jusqu'à €125m. Cette dette est répartie entre les filiales opérationnelles et la maison-mère, avec un risque de subordination jugé faible en raison de la structure organisationnelle simple du groupe et de sa politique financière prudente. En application de notre méthodologie, nous calculons une dette ajustée qui est neutralisée du prêt actionnaire de €39m mais qui inclut les avantages du personnel de €19m. Ainsi, la dette nette ajustée ressortait à €22m à fin 2023, après prise en compte de la trésorerie au bilan s'élevant à €167m.

Nous notons la présence de certains covenants liés à la ligne bancaire RCF (testés annuellement) qui étaient tous respectés au 31 décembre 2023.

Liquidité

En termes de liquidité, le groupe disposait de €167m de trésorerie à fin 2023 et €145m de lignes de tirage mobilisables. 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 des dettes bancaires moyen-terme s'établissent à près de €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 émissions sur le programme de NEU CP (émission de €20m à fin juin 2024).

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

Perspectives d'évolution des ratios de crédit (CMEE)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit est Stable. En lien avec la politique financière prudente et compte tenu de l'amélioration de la profitabilité attendue en 2025 par rapport à 2024, les ratios de crédit devraient rester relativement stables à l'horizon d'1 an.

Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers. Millions d'EUR				
	2021	2022	2023	23vs22%
Chiffre d'affaires	727	836	843	0.9%
EBITDA ajusté ⁽¹⁾	76	96	100	-4.1%
Marge d'EBITDA ⁽¹⁾	10.4%	11.4%	11.8%	0.4pp
EBIT ajusté	32	49	49	1.6%
Marge d'EBIT	4.4%	5.8%	5.9%	0.0pp
EBT	30	38	57	49.2%
Total de l'actif	899	915	936	2.3%
Capitaux propres	445	471	512	8.7%
Dette totale ajustée ⁽²⁾	259	213	189	-11.2%
Dette nette ajustée ⁽²⁾	66	94	22	-76.7%
Capitaux propres / Dette totale ajustée ⁽²⁾	171.8%	221.3%	271.0%	49.7pp
Dette nette ajustée / EBITDA ajusté ⁽¹⁾	0.9x	1.0x	0.2x	-0.8x
CAF	87	105	126	19.8%
CAF / Dette nette ajustée ⁽²⁾	131.5%	111.3%	571.1%	459.8pp
EBITDA ajusté / Intérêts ⁽¹⁾	50.9x	48.9x	27.3x	-21.6x

(1) L'EBITDA ajusté ne prend pas en compte la plus value sur cessions immobilières et les aides sur les coûts d'électricité.

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

Sensibilité de la notation

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

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- Facteurs positifs (↑)

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

- Facteurs négatifs (↓)

Une baisse de la notation à EF2 serait possible en cas de dégradation de la 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 aux environs de 2.0x en moyenne. Par ailleurs, une dégradation du profil de liquidité à « faible » et/ou du CMEE à « négatif », tout en maintenant la notation long-terme de référence, engendrerait également une dégradation de la notation court-terme.

Sources of information

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

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

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

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- 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