



INSTRUMENT
RATING

Neu CP

Initiation date 03/10/2023
Rating date 03/10/2023

Contacts

Senior associate

Anne Guy
anne.guy@ethifinance.com

Analyst

Ilidio GOMES-FROIS
ilidio.gomes-
frois@ethifinance.com

FONDEMENTS DE LA NOTATION

- EthiFinance Ratings attribue la note court-terme de EF2 au programme de NEU CP de €200m envisagé par la société M Finance, filiale à 100% de Monnoyeur SAS. M Finance porte la dette bancaire du groupe, 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 sous réserve que le programme bénéficie de la caution solidaire de Monnoyeur SAS.
- Notre notation s'explique par : le bon positionnement concurrentiel de Monnoyeur en tant que distributeur exclusif de Caterpillar en France depuis c. 95 ans ainsi que son exposition multisectorielle, le principal secteur desservi ne représentant pas plus de 40% de l'EBITDA du groupe. La diversification client est bonne et la diversification géographique est en accélération, en lien avec la stratégie d'expansion du groupe. En outre, la politique financière du groupe est maîtrisée et s'appuie sur un actionnariat familial stable. Le profil financier est bon, avec un niveau de dette modéré (le levier net ajusté tel que calculé par EthiFinance Ratings s'élevait à 2.4x à fin 2022) malgré des investissements importants, une activité de location très capitalistique et une politique d'acquisition soutenue depuis 2020 et qui devrait se poursuivre d'ici 2025. Nous nous attendons à ce que notre levier net ajusté s'améliore légèrement et atteigne 2.1x à fin 2025. Enfin, le profil de liquidité « supérieur » qui caractérise le groupe est également un élément significatif de la notation court-terme.
- Notre notation est en revanche contrainte par l'appréciation globale du risque sectoriel associé aux secteurs dans lesquels le groupe Monnoyeur évolue et de son activité spécifique au sein de ces secteurs (notation sectorielle à BBB-). De plus, la dépendance à Caterpillar, bien qu'en amélioration ces dernières années, reste significative. En 2022, les activités avec Caterpillar représentaient 58% du chiffre d'affaires consolidé et 43% de l'EBITDA. Le groupe est également très présent en France (50% du chiffre d'affaires consolidé). Enfin, Monnoyeur doit confirmer la bonne intégration des croissances externes réalisées, notamment celle de VinZero pour l'activité digitale.
- Conformément à notre méthodologie, les secteurs concernés présentent un risque ESG moyen (score de la heatmap compris entre 2 et 3.5), ce qui est neutre sur 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 n'a donc pas été impactée par la prise en compte des critères ESG.

DESCRIPTION DE L'EMETTEUR

Le groupe Monnoyeur est un groupe familial fondé en 1906 qui opère 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 et sur 4 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 (flexibles hydrauliques, pneumatiques en génie civil).

En 2022, le groupe Monnoyeur a réalisé un chiffre d'affaires de €2.6mds pour un EBITDA reporté de €262m. La dette nette ajustée par EthiFinance Ratings ressortait à €739m, soit un levier net ajusté de 2.4x à fin 2022.

FONDAMENTAUX

PROFIL D'ACTIVITE

APPRECIATION DU RISQUE DE L'INDUSTRIE

- Une exposition multisectorielle**

Au travers de ses activités de niche, Monnoyeur est présent sur plusieurs industries. Le secteur de la construction, et plus spécifiquement celui des travaux publics, est le plus significatif (c. 50% du chiffre d'affaires et c. 40% de l'EBITDA). Les autres secteurs industriels (c. 35% du chiffre d'affaires) sont variés : environnement, logistique, transports, énergie, etc. Monnoyeur est également présent sur le secteur agricole (c. 15% du chiffre d'affaires). 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. Toutefois, la

digitalisation devrait apporter un relais de croissance supplémentaire au sein de l'ensemble des industries couvertes par le groupe.

Le secteur de la construction est un secteur cyclique mais dynamique (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. 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 de surcroît 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 en amélioration, l'activité Caterpillar demeurant prépondérante**

La part du chiffre d'affaires issue de Caterpillar est importante. A fin 2022, Monnoyeur réalisait c. 58% de son chiffre d'affaires et c. 43% 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 (c. 16% du chiffre d'affaires 2022). Compte tenu de l'historique de la relation entre Monnoyeur et Caterpillar (c. 95 ans), et de l'importance des distributeurs indépendants pour le groupe américain, nous estimons 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 plus petites), le top 10 représentant c. 3% du chiffre d'affaires du groupe, ce qui compense en partie la concentration fournisseur.

Monnoyeur se définit aujourd'hui comme un groupe de services pour les secteurs de la construction, de l'industrie et de l'agriculture. Le groupe s'est diversifié 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 et l'industrie 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 (c. 50% du chiffre d'affaires en 2022), 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 58% en 2022.

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 4ème génération de la famille Monnoyeur. Le directeur général ainsi que la moitié des membres du conseil d'administration 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. La politique de distribution de dividendes est modérée avec un ratio de distribution compris entre 30% et 40% du résultat net. Le niveau d'endettement reste contenu, avec un levier net historique reporté inférieur à 2.0x et un levier net cible à 2.5x (pour un covenant financier à 3.5x).

• 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 bilan carbone réalisé en 2022, 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), 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. Par ailleurs, des engagements chiffrés sont en cours de validation par SBTi.

PROFIL FINANCIER

GENERATION DE TRESORERIE ET LEVIER

- Le groupe a réalisé une bonne performance en 2022 avec une hausse des revenus de 17%, pour atteindre €2.6mds, dont €57m de produits de cessions de matériels à l'issue de la période de location. L'EBITDA reporté en 2022 ressortait à €262m contre €198m en 2021 (soit une hausse de 32%), avec une amélioration de la marge de 8.8% à 9.9%. L'amélioration de la marge témoigne en particulier de la bonne maîtrise des coûts opérationnels dont les charges de personnel qui sont restées stables en 2022. Le niveau de marge d'EBITDA devrait se normaliser autour de 10% dans les années à venir.
- La disparité est toutefois importante selon les pôles. Ainsi, la plus forte contribution provient du pôle biens d'équipement – hors énergie – (c. 40% de l'EBITDA 2022 avec 8.7% de marge), suivi du pôle manutention (c. 31% de l'EBITDA 2022 avec 18.2% de marge) et du pôle matériels agricoles (c. 18% de l'EBITDA 2022 avec 12.1% 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 élevée en 2022 qui s'explique par une très bonne performance sur l'exercice, soutenue par une activité agricole favorable dans les géographies où le groupe est présent. Le pôle digitalisation affiche actuellement des marges plus faibles que celles du groupe (4.5% de marge d'EBITDA en 2022) en raison des coûts d'intégration des acquisitions.
- Le free-cash-flow 2022 après dividendes, tel que calculé par EthiFinance Ratings, ressortait à €7m (contre un free-cash-flow à €131m en 2021). Cette variation est principalement due à une augmentation du BFR, notamment une hausse des stocks de €121m. Cette hausse s'explique par un nombre important de machines neuves en cours de préparation à fin 2022, suite aux perturbations des chaînes d'approvisionnement, et aux livraisons conséquentes de la part de Caterpillar en fin d'année. 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 une hausse du free-cash-flow sur notre période de projection (2023-2025), tirée par la bonne performance opérationnelle du groupe et la normalisation du BFR dans un contexte de retour à la normale des chaînes d'approvisionnement.
- Depuis 2020, la dette nette ajustée du groupe a fortement augmenté, passant de €435m à fin 2020 à €739m à fin 2022, 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 77% entre 2020 et 2022, a 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 2.2x à fin 2020 à 2.4x à fin 2022. Le ratio fonds propres/dette financière

brute ajustée a aussi diminué sur la même période, passant de 90% à fin 2020 à 71% à fin 2022, un niveau que nous considérons comme moyen. Sur notre période de projection, nous prévoyons un endettement brut ajusté stable à c. €1.2mds. Le ratio de levier ajusté devrait atteindre 2.6x à fin décembre 2023 pour ensuite diminuer à 2.1x à fin décembre 2025.

STRUCTURE DE LA DETTE

- A fin 2022, la dette brute était principalement composée de dettes bancaires (45%), d'engagements de locations financières (38%) et d'un Euro PP (17%). Nous notons que la tranche RCF du Crédit Syndiqué 2019 (€250m), non tiré à fin 2022, a été tiré à hauteur de €150m en mai 2023. Le groupe avait aussi contractualisé un Prêt Participatif Relance – PPR (€75m) et un Term Loan 2022 (€200m) qui ont été débloqués respectivement en janvier et mai 2023, notamment pour financer l'acquisition de VinZero. La dette brute ajustée incluait €43m de provisions pour retraites, €93m de contrats de locations simples capitalisés à fin 2022, et €11m de crédits-baux datant d'avant 2021, que nous avons capitalisés.

LIQUIDITE

- 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'EVOLUTION DES RATIOS DE CREDIT (CMEE)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit (CMEE) est Stable. En lien avec la politique d'acquisition du groupe, les ratios de crédit devraient légèrement se détériorer en 2023, mais dans des proportions acceptables au regard des ratios de 2022 et de la tendance normative pour le groupe.

PRINCIPAUX CHIFFRES FINANCIERS

Principaux chiffres financiers. Millions d'EUR				
	FY20	FY21	FY22	22vs21
Chiffre d'affaires	1 973	2 260	2 645	17.0%
EBITDA ajusté	196	245	304	24.2%
Marge d'EBITDA	9.9%	10.8%	11.5%	0.7pp
EBIT	70	96	124	30.3%
Marge d'EBIT	3.5%	4.2%	4.7%	0.5pp
EBT	52	87	107	23.2%
Total de l'actif	1 610	2 090	2 384	14.1%
Capitaux propres	607	671	728	8.4%
Dette totale ajustée	677	975	1 026	5.3%
Dette nette ajustée	435	576	739	28.4%
Capitaux propres / Dette totale ajustée	89.6%	68.9%	70.9%	2.0pp
Dette nette ajustée / EBITDA ajusté	2.2x	2.4x	2.4x	0.1x
CAF	184	204	240	17.7%
CAF / Dette nette ajustée	42.2%	35.4%	32.5%	-3.0pp
EBITDA / Intérêts	8.0x	11.8x	11.0x	-0.8x

SENSIBILITE DE LA NOTATION

- Liste des notations :
 - 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 par l'entreprise 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. Enfin, une hausse du score ESG (score compris entre 0 et 1) impacterait positivement la note long-terme du groupe.

- Facteurs négatifs (↓).

La note de Monnoyeur pourrait être revue à la baisse suite à une 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 du levier net ajusté vers 3.5x.

INFORMATIONS REGLEMENTAIRES

LEI : FR53844641902

Initiation : Oui

Initiation de la notation : EF2, le 3 octobre 2023

Dernière action de notation : n/a

Nature de la notation : Notation court-terme sollicitée

Nature de la notation : Notation publique sollicitée (le rapport a été publié après revue par l'émetteur)

Avec participation de la société notée ou de sociétés liées : Oui

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 : Marc Pierron, Senior Director

Principaux documents utilisés pour effectuer la notation :

- Etats financiers et rapport de gestion pour 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022
- Entretiens avec l'équipe dirigeante
- Documentation des financements RCF, Euro PP, PPR, term loan
- Présentation du groupe

Limites de la notation :

- EthiFinance Ratings estime que la qualité et la quantité des informations obtenues permettent d'effectuer une notation sur la société
- EthiFinance Ratings n'est pas dans l'obligation d'auditer les données fournies

Nos méthodologies utilisées pour cette notation sont disponibles via le lien suivant :

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

https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3.CorporateRatingMethodology_Long_Term.pdf

Adresse de l'agence de notation :

EthiFinance Ratings SL

Calle Velázquez nº18

28001 – Madrid

The following is a translation of the French version of the report published on October 3, 2023, which remains the definitive version. It is not an update of the rating published on October 3, 2023 and it does not contain any additional figures/rationale not included in the French version.

RATING ACTION AND RATIONALE

- EthiFinance Ratings has assigned a short-term rating of EF2 to the €200m NEU CP programme contemplated by "M Finance", a wholly-owned subsidiary of Monnoyeur SAS. M Finance manages the group's bank debt, centralises cash, and finances 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 that would be attributed to the Monnoyeur group as a whole, provided that the programme benefits from the joint guarantee of Monnoyeur SAS.
- Our rating is supported by Monnoyeur's good competitive positioning as the exclusive Caterpillar dealer in France for c. 95 years, as well as its multisector client exposure, with the main sector served accounting for no more than c. 40% of the group's EBITDA. Client diversification is good and geographic diversification has been accelerating, on the back of the group's expansion strategy. The financial policy is controlled and relies on a stable family shareholder base. The group's financial profile is good, characterized by a moderate level of debt (the EthiFinance Ratings net leverage ratio stood at 2.4x at end-2022) despite major investments, a highly capital-intensive rental business, and a sustained acquisition policy since 2020, one we expect to continue at least through our forecast period (to end-2025). We also expect our adjusted net leverage ratio to improve slightly, to 2.1x at end-2025 (from 2.4x at end-2022). Finally, the group's "superior" liquidity profile is also a significant driver of the short-term rating.
- However, our rating is constrained by the overall assessment of the sectorial risk associated with the sectors in which the Monnoyeur group operates, and the group's specific activities within these sectors (sector rating of BBB-). In addition, the reliance on Caterpillar remains significant, although it has been reduced in recent years. In 2022, business related to Caterpillar represented 58% of consolidated revenues and c. 43% of EBITDA. Monnoyeur is also highly present in France (50% of total group revenues). Finally, Monnoyeur needs to confirm that it can successfully integrate the acquisitions recently made, in particular that of VinZero for its digital business.
- In line with our methodology, the sectors concerned have an average ESG risk (heatmap score between 2 and 3.5), which is neutral for our assessment of the sector's risk profile. In addition, our assessment of the company's ESG policy shows a neutral score (score between 1 and 4). Our rating has therefore not been affected by the inclusion of ESG criteria.

ISSUER DESCRIPTION

The Monnoyeur group is a family-owned company founded in 1906, which distributes capital goods and services for the construction, industrial, and agricultural sectors. Monnoyeur has been US construction equipment manufacturer Caterpillar's sole dealer in France since 1929. The group has gradually expanded internationally, and is now present in 23 countries on 4 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).

In 2022, the Monnoyeur group generated sales of €2.6bn and reported EBITDA of €262m. The EthiFinance Ratings adjusted net debt was €739m, resulting in an adjusted net leverage ratio of 2.4x at end-2022.

FUNDAMENTALS

BUSINESS PROFILE

INDUSTRY RISK ASSESSMENT

- A multi-sector exposure**

Through its niche activities, Monnoyeur operates in various industries. The construction sector, and more specifically public works, is its most important (c. 50% of sales and c. 40% of EBITDA). The other industrial sectors (c. 35% of sales) are diverse and include environment, logistics, transportation, energy, etc. Monnoyeur also operates in the agricultural sector (c. 15% of sales). Growth prospects are rather closely correlated to the evolution of the economic environment as a whole (GDP growth), both for the construction sector and the agricultural and industrial sectors in general. However, digitalisation should also provide an additional source of growth within the industries covered by the group.

Construction is a cyclical but dynamic sector (c. 10% of GDP in investments in Europe), which offers opportunities for the group, especially as demand for rental equipment is expected to grow. In addition, the low barriers to entry in this sector are favourable to Monnoyeur, as they give the group access to a multitude of potential customers. This advantage is further enhanced by the exclusive dealerships that Caterpillar, a leader in the construction equipment sector, has put in place with its distributors.

- **A level of profitability correlated to both competition and the distribution business**

Like any distributor, Monnoyeur's margins are constrained by the intensity of competition in the construction equipment supply market, by the very nature of the partnership between manufacturers and distributors, and to some extent by the profitability of the sectors covered by the group.

COMPETITIVE POSITIONING

- **Monnoyeur: Caterpillar's historic and exclusive dealer in France**

Monnoyeur is Caterpillar's exclusive dealer 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 its machines via its network of independent dealers, which are generally long-term partners (50 years on average). Monnoyeur has also diversified into the distribution of power generation solutions since the 1970s. From our point of view, this exclusive distribution agreement is a significant barrier to entry for others.

- **Diversification has been improving, Caterpillar activity remaining significant**

The proportion of sales generated with Caterpillar is significant. In 2022, Monnoyeur generated c. 58% of its sales and c. 43% of its EBITDA from Caterpillar products. However, a significant part of the sales generated by its activities with Caterpillar relates to after-sales and maintenance (c. 16% of 2022 sales). Given the history of the relationship between Monnoyeur and Caterpillar (c. 95 years), and the importance of independent dealers for the US group, we consider the risk of a termination of the dealership agreement to be low. In addition, the distribution contracts with Caterpillar are organised and managed by the North American group. Any transfer between distributors is subject not only to approval by Caterpillar, but also to a financial transaction that is similar to a business transfer, unlike what may happen for distribution contracts in other sectors, particularly in the automotive sector.

In addition, Monnoyeur's portfolio of construction customers is highly diversified (large groups and smaller companies), with the top 10 accounting for c. 3% of total group revenues, which partly offsets supplier concentration.

Monnoyeur defines itself as a group that provides services to the construction, industrial, and the agribusiness sectors. The group has diversified its products, alongside with improving geographic diversification, 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 for construction and industry in general by creating in 2018 the Arkance brand, which distributes the Autodesk software. It has enhanced the development of Arkance with a number of bolt-on acquisitions abroad. In 2023, Monnoyeur acquired VinZero, which enabled the group to expand into the US, Asia and Oceania. Monnoyeur has also developed niche activities, connected to its traditional businesses, to expand the range of services offered to its construction customers (specialised services).

Ultimately, while the group's business remains heavily dependent on Caterpillar and the French market (c. 50% of sales in 2022), the development undertaken over the last few years has enabled Monnoyeur to improve its diversification. This is reflected in the proportion of Caterpillar-related sales, which fell from 72% of total in 2017 to 58% in 2022.

GOVERNANCE

- **Shareholders**

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

- **Quality of the management team**

Management and governance of the group are in the hands of the 4th generation of the Monnoyeur family. The CEO and half the members of the board of directors come from the Monnoyeur family.

We consider the group's 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, and the opportunistic acquisition strategy, with a large number of bolt-on deals completed in recent years. The dividend policy is moderate, with a payout ratio of between 30% and 40% of net profit. Debt levels remain contained, with normally a net leverage ratio of less than 2.0x and a target ceiling of 2.5x (for a financial covenant of 3.5x).

• ESG policy

Monnoyeur is aware of the challenges posed by the energy transition in its sector, which is one of the most polluting. In fact, according to its 2022 carbon footprint, 99.4% of the group's emissions are indirect (scope 3), 91% of which come from the use by its customers of the capital goods it distributes.

Of its direct emissions (scope 1, 0.6% of total emissions), 85% are linked to the group's vehicle fleet. Monnoyeur intends to reduce the impact of its operations by cutting energy consumption, CO2 emissions, and waste production. Moreover, quantified commitments are under review for validation by the SBTi.

FINANCIAL PROFILE

CASH GENERATION AND LEVERAGE

- The group performed well in 2022, with revenues up by 17% to €2.6bn, including €57m of proceeds from equipment disposals at the end of the lease period. Reported EBITDA in 2022 was €262m, compared with €198m in 2021 (an increase of 32%), with the margin improving from 8.8% to 9.9%. Margin improvement reflects, in particular, tight control of operating costs, including personnel costs, which remained stable in 2022. The EBITDA margin is expected to normalise at around 10% in the years ahead.
- However, there are major disparities between the various divisions. The strongest contribution comes from the capital goods (excluding energy) division (c. 40% of 2022 EBITDA with 8.7% margin), followed by the handling division (c. 31% of 2022 EBITDA with 18.2% margin) and the agricultural equipment division (c. 18% of 2022 EBITDA with 12.1% margin). The good profitability of the capital goods and handling divisions is being driven by the rental business. The agricultural equipment business recorded a high EBITDA margin in 2022, thanks to a very good performance over the year, underpinned by a favourable operating environment for agricultural sectors in the regions where the group operates. The digitalisation division currently has lower margins than the group (4.5% EBITDA margin in 2022) due to acquisition integration costs.
- 2022 free cashflow after dividends, as calculated by EthiFinance Ratings, was €7m (compared with FCF of €131m in 2021). This change is mainly due to an increase in working capital, notably a €121m rise in inventories. This increase was due to a large number of new machines being prepared at the end of 2022, following disruptions in supply chains, and to substantial deliveries from Caterpillar at year-end. The dividend payout ratio has remained fairly stable, in line with the longstanding target of around 30% to 40%. We expect FCF to rise over our forecast period (2023-25), driven by the group's good operating performance and the normalisation of working capital as supply chains return to normative levels.
- Since 2020, the group's adjusted net debt has risen sharply, from €435m at the end of 2020 to €739m at the end of 2022, mainly as a result of the growth strategy implemented, through fleet expansion and external growth. Strong EBITDA growth of around 77% between 2020 and 2022 has limited the deterioration in leverage. EthiFinance Ratings' adjusted net leverage ratio (mainly adjusted for operating leases and employee benefits) increased from 2.2x at end-2020 to 2.4x at end-2022. The ratio of equity to adjusted gross financial debt has also fallen over the same period, from 90% at end-2020 to 71% at end-2022, a level we consider to be average. Over our forecast period, we expect adjusted gross debt to remain stable at c. €1.2bn. The adjusted leverage ratio is expected to reach 2.6x at end-2023 and then to return to 2.1x at end-2025.

DEBT STRUCTURE

- As of end-2022, gross debt consisted mainly of bank debt (45%), finance lease commitments (38%), and a Euro PP (17%). We note that the RCF tranche of the 2019 syndicated loan (€250m), undrawn at the end of 2022, was drawn for €150m in May 2023. The group has also contracted a "Prêt Participatif Relance" (€75m) and a term loan 2022 (€200m), which were issued in January and May 2023 respectively, to finance the acquisition of VinZero. Adjusted gross debt included €43m of provisions for pensions, €93m of operating leases capitalised at end-2022, and €11m of finance leases dating from before 2021, which we have capitalised.

LIQUIDITY

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

CREDIT METRICS EXPECTED EVOLUTION (CMEE)

Our CMEE is Stable. In line with the group's acquisition policy, credit ratios are expected to deteriorate slightly in 2023, but not to a material extent compared with 2022 ratios and the normative levels for the group.

MAIN FINANCIAL FIGURES

Main financial figures. Millions of EUR				
	FY20	FY21	FY22	22vs21
Turnover	1 973	2 260	2 645	17.0%
EBITDA adj.	196	245	304	24.2%
EBITDA Margin	9.9%	10.8%	11.5%	0.7pp
EBIT	70	96	124	30.3%
EBIT Margin	3.5%	4.2%	4.7%	0.5pp
EBT	52	87	107	23.2%
Total Assets	1 610	2 090	2 384	14.1%
Equity	607	671	728	8.4%
Total Financial Debt	677	975	1 026	5.3%
Net Financial Debt	435	576	739	28.4%
Equity/TFD	89.6%	68.9%	70.9%	2.0pp
NFD/EBITDA	2.2x	2.4x	2.4x	0.1x
Funds From Operations adj.	184	204	240	17.7%
FFO/NFD	42.2%	35.4%	32.5%	-3.0pp
EBITDA/Interest	8.0x	11.8x	11.0x	-0.8x

RATING SENSITIVITY

- List of ratings:
 - NEU CP: EF2

Factors that may influence ratings (individually or collectively):

- Positive factors (↑).

An upgrade of Monnoyeur's rating to EF1 could be considered if the long-term rating is upgraded with the group maintaining a stable CMEE and a "superior" or "adequate" liquidity profile. The 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 of the group, particularly into services, could improve Monnoyeur's competitive positioning and mitigate the constraints on the rating associated with the construction sector. Lastly, an increase in the ESG score (between 0 and 1) would have a positive impact on the group's long-term rating.

- Negative factors (↓).

Monnoyeur's rating could be downgraded as a result of a downgrade of the reference long-term rating combined with a deterioration in the liquidity profile and/or the CMEE. Such a development would reflect a significant deterioration in the group's financial profile, particularly through an increase in adjusted net leverage to around 3.5x.

REGULATORY INFORMATION

LEI: FR53844641902

Initiation: Yes

Rating initiation: EF2, October 3, 2023

Last rating action: n/a

Rating nature: Solicited public rating (the report was published after review by the issuer)

With participation of the rated company or related companies Yes

With access to internal documents: Yes

With access to management: Yes

Ancillary services provided to the rated entity: 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.

Name of the Chairman of the Rating Committee: Marc Pierron, Senior Director

Main sources used for the rating decision:

- Financial statements and management report for 2018, 2019, 2020, 2021 and 2022
- Interviews with the management team
- Documentation of RCF, Euro PP, PPR and term loan financing
- Group presentation

Limitation of rating action:

- EthiFinance Ratings believes that the quality and quantity of information available on the rated entity is sufficient to provide a rating.
- EthiFinance Ratings has no obligation to audit the data provided.

Our rating methodologies are available at the following link:

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

https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3.CorporateRatingMethodology_Long_Term.pdf

Address of the rating agency:

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