



ISSUER RATING
ShortTerm



INSTRUMENT RATING
NeuCP

Initiation date 24/07/2026
Rating Date 24/07/2026

Contacts

Lead analyst

Anne Guy
anne.guy@ethifinance.com

Committee chair

Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Action de notation et justification

- EthiFinance Ratings initie la notation court-terme de Valfrance SCA (Valfrance) à EF2. EthiFinance Ratings initie également à EF2 la notation du programme de NEU CP de €100m envisagé par Valfrance SCA.
- Valfrance est une coopérative céréalière basée dans le bassin parisien et collectant c. 750kT de céréales par an auprès de ses c. 1 400 sociétaires. La coopérative a également une activité de production de semences pour ses sociétaires et des clients externes.
- La notation est soutenue par le bon profil financier de Valfrance, avec notamment un levier net ajusté autour de 2.2x sur la période FY23-25. Ce niveau de levier reste contenu, car la coopérative reste un outil au service des sociétaires avec une rentabilité mesurée, liée à son activité et aux compléments de prix versés aux sociétaires, avec des investissements importants. Le niveau de capitalisation (capitaux propres / dettes financières totales ajustées) est également très bon, supérieur à 120% à fin juin 2025. Valfrance déploie une stratégie à long-terme avec une politique financière prudente. Enfin, la coopérative dispose d'un niveau de liquidité que nous considérons comme supérieur, avec des échéances à moyen / long termes réparties dans le temps et des lignes court termes disponibles pour subvenir aux fluctuations de l'activité.
- En FY25 (à fin juin 2025), Valfrance a collecté 639kT de céréales, en baisse de c. 24% par rapport à FY24. Cette baisse s'explique par de mauvais rendements liés aux conditions météorologiques. Le chiffre d'affaires est ainsi ressorti en baisse de c. 14% à €287.1m, les activités auprès des sociétaires (approvisionnements et services) étant en légère hausse. En revanche, la marge d'EBITDA ajustée (ajustement portant sur les locations simples) a progressé à 4.1% (vs 3.4% en FY24). Sur notre période de projections (FY26-28), sur la base d'un niveau de collecte standard à c. 750kT mais avec des cours des céréales plus bas, nous nous attendons à une hausse limitée du chiffre d'affaires. La marge d'EBITDA ajustée devrait en revanche se détériorer compte tenu des coûts élevés. Le levier net ajusté resterait ainsi maîtrisé, entre 2.3x et 2.7x sur notre période de projections.
- En revanche, la notation est contrainte par l'appréciation du secteur agricole, et notamment des céréales. Ce secteur connaît un niveau de rentabilité faible, compte tenu des coûts de production élevés, et une forte volatilité en raison des prix des céréales qui varient fortement. A noter, cependant, que nous n'appliquons pas l'échelle de forte volatilité compte tenu des possibilités qui existent pour réduire son impact (stockage, options financières...). Notre appréciation de Valfrance est également contrainte par la taille limitée de la coopérative. Elle reste une coopérative de taille moyenne en France, dans un secteur concurrentiel qui nécessite des investissements importants. Enfin, la diversification de la coopérative est limitée, ce qui est liée à la stratégie de la coopérative de rester concentrer sur son métier historique, les céréales, mais également d'être ancrée dans son territoire, le bassin parisien.
- Conformément à notre méthodologie, le secteur agroalimentaire présente des risques ESG moyens à élevés (score de la heatmap compris entre 3,5 et 4), ce qui impacte légèrement notre appréciation du secteur. En outre, notre évaluation de la politique ESG de la coopérative fait ressortir un score neutre (score compris entre 1.5 et 3.5). Il en résulte un impact ESG global négatif lié à l'ajustement du secteur. Valfrance est néanmoins une coopérative fortement engagée en termes de RSE, devenue en janvier 2026 coopérative à mission avec un plan de décarbonation et avec un fort ancrage territorial, à proximité du bassin parisien.

Description de l'émetteur

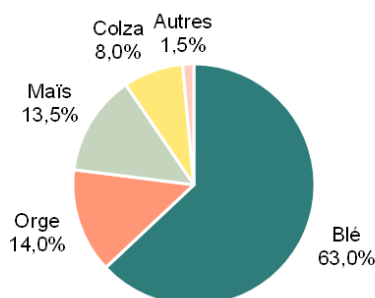
Valfrance SCA est une coopérative agricole regroupant environ 1 400 sociétaires et employant 175 salariés. Elle est basée à Senlis dans les Hauts-de-France, à proximité de Paris. Elle collecte c. 750kT de céréales et d'oléoprotéagineux par an, dont c. 60% de blé. La coopérative dispose d'une usine de production de semences et de 31 silos de stockage pour une capacité totale de stockage de c. 550kT (dont stockage chez les agriculteurs).

La coopérative est active dans 3 domaines :

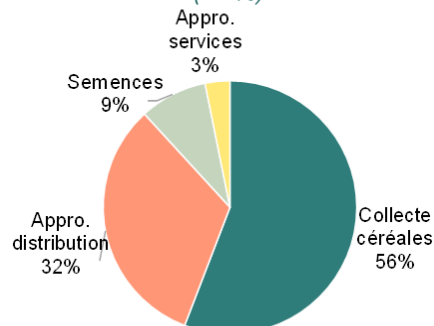
- Le grain (56% des revenus FY25) : la collecte, le stockage et la mise en marché des productions des sociétaires, à savoir du blé tendre, de l'orge, du maïs, et du colza.
- Les semences (9%) : la production et à la vente de semences à destination des sociétaires et des céréaliers externes à la coopérative.
- L'approvisionnement (engrais, phytosanitaires, semences) et les prestations d'accompagnement des sociétaires (digitalisation, transition et pack réglementaire, etc.), respectivement 32% et 3%.

La coopérative est un outil à destination des sociétaires et dont l'objectif est la maximisation des bénéfices pour les sociétaires.

Répartition de la collecte par culture
(en %)



Revenus FY25 par activités
(en %)



Source : Valfrance

Pour ses résultats annuels 2025 (à fin juin), Valfrance a réalisé un chiffre d'affaires de €287.1m pour une collecte de 639kT, contre un chiffre d'affaires de €334.5m en FY24 pour une collecte de 835kT. L'EBITDA ajusté (ajustement portant sur les locations simples principalement) s'élevait à €11.8m en FY25, soit une marge de 4.1% (vs €11.3m en FY24, soit 3.4% de marge). Le levier net ajusté (dette financière nette/EBITDA) était de 2.9x à fin juin 2025.

Fondamentaux

Profil d'activité

Appréciation du risque sectoriel

- Des perspectives de croissance modérées pour le secteur des céréales

La production mondiale de céréales, qui s'élevait à 2.9mds de tonnes sur la campagne 2023/24, devrait augmenter modérément sur la période 2025-2034 d'après l'OCDE. En effet, elle prévoit une croissance annuelle de 1.1% pour atteindre 3.2mds de tonnes à fin 2034. La hausse de la production devrait venir principalement de l'amélioration des rendements alors que les zones de récoltes ne devraient pas augmenter. Concernant la consommation de céréales, au niveau mondial, elle devrait également croître modérément et sera principalement tirée par l'alimentation, qui représente c. 40% de la consommation de céréales avec une croissance attendue de c. 1.1% de croissance par an sur la période 2025-2034, en raison de la croissance de la population. La hausse de la consommation sera également tirée par les aliments pour animaux (c. 33% des céréales consommées) alors que la consommation pour les bio-carburants et à des fins industrielles (c. 27%) devrait être en baisse.

Au niveau français, le pays est le 1er producteur européen de céréales et le 8ème producteur au niveau mondial. La production française, qui était de c. 64.7m de tonnes sur la campagne 2023/24, se concentre sur une dizaine de variétés dont les principales sont le blé tendre (c. 54%), le maïs (c. 20%), et les orges (c. 18%). La surface cultivée représente 9.1m d'hectares, soit c. 1/3 de la surface agricole cultivée en France. La production nationale couvre à la fois les besoins intérieurs (alimentation humaine, alimentation animale, industrie agroalimentaire) tandis qu'une part importante est destinée à l'export (c. 50% de la production). Concernant les perspectives de croissance, le pays devrait connaître les mêmes tendances qu'au niveau mondial.

- Une rentabilité du secteur plutôt faible et une très forte volatilité

La rentabilité des coopératives céréalières en France est plutôt faible, avec une marge d'EBITDA de 3.5% en moyenne sur la période 2018-2024, d'après le HCCA. Elle est contrainte par des coûts de production élevés des céréaliers (engrais, énergie) alors que les prix de vente des grains sont liés aux cours mondiaux et peuvent varier fortement. Par ailleurs, il existe un certain temps de latence entre l'achat des céréales aux céréaliers, qui sont les associés-coopérateurs, et le prix final obtenu par la coopérative, après collecte, stockage et commercialisation. Le prix final peut varier en fonction de l'évolution des cours sur les marchés, liée à l'offre et la demande mondiale, la qualité des récoltes, et les différents coûts supportés par la coopérative. De nouvelles contraintes viennent s'ajouter à la structure de coûts des céréaliers, notamment les exigences réglementaires européennes et les besoins d'adaptation aux changements climatiques. Les céréaliers et les coopératives connaissent également des investissements importants liés aux nouvelles technologies.

Le secteur des grains est très volatile en raison du climat, de la météo et de la qualité des récoltes (maladies). De plus, le prix des céréales est soumis à l'offre mondiale, aux fluctuations de la demande, ou encore aux politiques agricoles.

Ces dernières années, de nombreux événements ont impacté les marchés céréaliers. Le contexte géopolitique, et notamment la guerre entre la Russie et l'Ukraine, deux pays céréaliers majeurs, a mis sous tension les prix des céréales. Les prix actuels reflètent les prévisions d'exportation réduites de l'Ukraine. Une baisse supérieure aux attentes des exportations ukrainiennes pourrait impacter à nouveau les prix à la hausse. La crise actuelle dans le détroit d'Ormuz, et son impact sur l'approvisionnement en engrais et le prix des carburants, pourrait également impacter les prix des céréales. Le contexte politique est également déterminant, avec l'accent mis sur le renforcement des politiques de durabilité dans le secteur agricole. Au niveau européen, le Pacte vert, qui vise la neutralité carbone de l'UE à horizon 2050, exige de la part des céréaliers une baisse de l'utilisation de pesticides chimiques et d'engrais. Cette régulation, qui doit permettre d'améliorer la santé des sols à terme, va entraîner une baisse des rendements européens alors que les principaux concurrents ne sont pas soumis à des contraintes équivalentes. Par ailleurs, la Chine, 1er pays importateur de céréales, cherche à renforcer son autosuffisance, notamment en augmentant sa capacité de production et en faisant des ajustements stratégiques. Sur la campagne 2024/25, les importations chinoises ont drastiquement baissé, passant à 27.8m de tonnes (vs c. 50m de tonnes sur la période 2019/20-2023/24), en raison de stocks importants constitués en 2023/24, d'une meilleure récolte attendue pour 2024/25 et d'un retrait de la consommation de céréales pour la production porcine. Enfin, en France, contrairement aux autres secteurs agricoles, la loi EGALIM ne protège pas les prix des céréaliers, qui restent indexés sur les marchés mondiaux.

- **Des barrières à l'entrée plutôt élevées**

Le secteur des céréales en France s'organise autour de 3 types d'acteurs : les producteurs, les collecteurs, et les transformateurs. En France, on compte aujourd'hui 110 000 exploitations, pour c. 150 coopératives. Le secteur des céréales est un secteur capitalistique, les céréaliers se sont regroupés historiquement pour former des coopératives afin de disposer d'outils performants, réaliser des achats communs, mutualiser les récoltes pour les stocker et les vendre notamment. Il reste néanmoins relativement éclaté avec des coopératives de tailles différentes. Ces dernières années, il connaît une vague de rapprochement entre certains acteurs importants, notamment des discussions sont en cours entre Agrial et Terrena, respectivement 2ème et 5ème coopérative française. L'objectif de ces rapprochements est la mutualisation des compétences et la capacité d'innovation, mais également pour peser davantage face à la concurrence mondiale et répondre à la baisse des agriculteurs en France. Au global, nous considérons que le secteur des coopératives céréalières en France est bien organisé et structuré, avec des barrières à l'entrée élevées pour devenir un acteur de taille significative.

- **Un secteur exposé aux enjeux ESG**

Selon notre méthodologie, le secteur agroalimentaire présente des risques ESG moyens à élevés (score de la heatmap compris entre 3,5 et 4), ce qui impacte légèrement notre appréciation du secteur. En ce qui concerne les facteurs environnementaux, le secteur agroalimentaire a un impact élevé sur les ressources en tant que grand consommateur de terres et d'eau, mais aussi sur la pollution avec la contamination des sols et des bassins hydrographiques due à l'utilisation intensive d'engrais. Le secteur a également un impact sur le climat en raison de l'utilisation de processus à forte intensité carbone, et il a un impact significatif sur la biodiversité. De plus, les consommateurs sont très préoccupés par les questions liées à la sécurité et à la qualité des aliments. Le secteur a également un impact considéré comme moyen sur les populations, car l'accès à une alimentation de qualité est un élément essentiel de la stabilité sociale et contribue à la santé de la population.

Position concurrentielle

- **Une coopérative de taille moyenne néanmoins leader sur son territoire**

La France compte c. 1 300 coopératives dont la majorité (c. 1 200) réalisent un chiffre d'affaires inférieur à €100m, et une part faible (c. 25 coopératives) ont un chiffre d'affaires supérieur à €1md. Compte tenu de son chiffre d'affaires (c. €300m), Valfrance se positionne comme une coopérative de taille moyenne avec très fort ancrage territorial à l'échelle nationale. En revanche, elle est une coopérative leader au sein de son territoire, implantée au cœur d'un territoire stratégique à proximité du bassin parisien.

En revanche, Valfrance est membre de plusieurs « unions de coopérative » qui lui permettent mutualiser certains coûts et d'avoir un poids plus important, notamment dans la commercialisation de céréales. A ce titre, Valfrance est membre de deux unions de commercialisation de céréales, à savoir, Cérémis et UCBC, respectivement pour les céréales conventionnelles et les céréales bio. Cérémis, le 1er débouché de Valfrance pour les céréales, compte 6 coopératives membres et est chargé de la commercialisation de c. 5mT de céréales, soit c. 8% de la collecte française de céréales. Ces partenariats permettent ainsi de compenser la taille de la coopérative.

Par ailleurs, dans le secteur, la situation géographique est clé, en particulier pour l'accès aux réseaux de transports routiers, fluviaux et ferroviaires. Valfrance bénéficie d'une bonne situation géographique, en étant à proximité de points d'expédition ferroviaires et fluviaux. Sur l'exercice 2024/25, c. 82% des expéditions ont été effectuées hors transport routier.

- **Une diversification limitée en termes de produits et de géographie**

Valfrance opère uniquement dans le secteur des céréales, à travers ses activités de collecte et de production de semences. Concernant les céréales, la coopérative collecte du blé tendre, du colza, de l'orge et du maïs principalement. Les autres activités du groupe (approvisionnement et prestations de services) sont des activités à destination des sociétaires.

La diversification géographique est limitée. Au niveau de la collecte de céréales, elle se concentre sur le bassin parisien ce qui concentre les risques en cas de mauvaises récoltes.

Concernant les débouchés, ils sont globalement bien diversifiés, notamment pour les céréales qui sont vendues pour différents usages. Le blé tendre est majoritairement commercialisé à l'export et pour l'alimentation animale, le colza est réparti entre les huiles alimentaires et les biocarburants, les orges sont vendues pour l'alimentation animale et la malterie (UE et hors UE), et le maïs part pour l'amidonnerie et l'alimentation animale. Les céréales sont majoritairement vendues en France. Sur la partie semence, c. 25% de la production est vendue aux sociétaires, le reste est commercialisée en externe en France principalement.

Actionnariat et gouvernance

- **Une coopérative détenue par ses associés coopérateurs**

Valfrance est coopérative détenue par les céréaliers, qui sont des associés coopérateurs. En 2025, c. 1 400 sociétaires détenaient la coopérative.

Le conseil d'administration est composé de 18 à 23 membres qui sont tous des associés coopérateurs, personnes physiques ou morales. Ils sont élus pour 3 ans par les associés coopérateurs. En 2025, 23 administrateurs composaient le conseil d'administration, auxquels s'ajoutait 4 administrateurs stagiaires. En complément du conseil d'administration, Valfrance a un bureau du conseil composé de 7 personnes, membres du conseil d'administration, élus pour 1 an. Le bureau du conseil travaille en amont du conseil d'administration sur les sujets présentés par le Comex et donne une première orientation au conseil d'administration.

L'avantage de la coopérative pour les sociétaires est la mutualisation des coûts et le poids dans les négociations commerciales, permettant d'optimiser leurs revenus. En revanche, comme pour beaucoup de modèles coopératifs, la capacité à intervenir en cas de difficultés de la coopérative est considérée comme limitée.

- **Une politique financière prudente**

La coopérative Valfrance est dirigée depuis 2017 par Laurent Vittoz, ingénieur agroalimentaire. La politique financière mise en place est prudente et se caractérise par un niveau d'endettement maîtrisé malgré une profitabilité limitée. Les investissements sont récurrents, pour maintenir un outil de stockage des céréales performant notamment. La coopérative reste centrée sur son secteur principal, les céréales, et dans son territoire, le bassin parisien.

En 2025, Valfrance a présenté son plan stratégique à 10 ans : "Cap 2035". Les principaux objectifs de ce plan sont : i) la performance économique et la compétitivité de la coopérative, ii) la transition bas carbone et l'introduction de cultures adaptées aux changements climatiques, et iii) l'innovation, au niveau génétique pour les cultures, au niveau et numérique pour les sociétaires.

La coopérative reste un outil au service des sociétaires dont l'objectif est à la fois de maximiser leurs revenus, en bénéficiant d'un effet taille, mais également d'optimiser leurs coûts grâce à des achats communs. La création d'une usine de semences répond à cet intérêt pour les sociétaires, leur permettant de s'approvisionner auprès de la coopérative. La stratégie de Valfrance de commercialiser des semences hors groupe permet d'optimiser l'usine et d'amortir les coûts de structure de la coopérative.

- **Une coopérative fortement engagée en termes de RSE**

Valfrance a un fort engagement en termes de RSE. La coopérative a mis en place une démarche RSE depuis 2018 et pour confirmer son engagement sur le long-terme, Valfrance est devenue une coopérative à mission en janvier 2026. Elle a ainsi fait inscrire dans ses statuts ses 4 objectifs RSE ; à savoir l'innovation pour son modèle coopératif local, l'engagement social vis-à-vis de ses salariés, la responsabilité environnementale, et la proximité vis-à-vis des consommateurs. La coopérative a également obtenu en 2025 le niveau exemplaire du Label Engagé RSE délivré par l'AFNOR, plus haut niveau de certification. Ce label, basé sur le référentiel ISO 26000, évalue la démarche RSE par rapport au contexte et aux attentes des parties prenantes. Valfrance souhaite également renforcer sa transparence en matière extra-financière en mettant en place la CSRD de manière volontariste.

Concernant son impact environnemental, la coopérative a une trajectoire climat à horizon 2050, alignée avec la Stratégie Nationale Bas Carbone (SNBC), qui demande une baisse de 46% des émissions de gaz à effet de serre en 2050 (vs 2015). Elle prévoit de mettre en œuvre son plan de décarbonation à travers la réduction de sa consommation d'électricité, la décarbonation de l'amont agricole, et de l'usage des produits agricoles (débouchés). Le volet sociétal est également très fort pour Valfrance avec son empreinte locale importante, à la fois en termes d'achat, d'emploi et

via son impact sur l'environnement

En revanche, notre score ESG ressort à 'neutre' compte tenu d'un certain nombre d'indicateurs qui ne sont pas reportés par la coopérative, mais également par l'appréciation de la gouvernance, pénalisée par le manque d'indépendance du conseil d'administration, lié au statut de coopérative.

Profil financier

Résultats et profitabilité

- Chiffre d'affaires et niveaux de profitabilité

Rentabilité, millions d'EUR					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Chiffre d'affaires	402,1	334,5	287,1	-16,8%	-14,2%
Marge brute	14,3%	18,9%	21,8%	4,7pp	2,8pp
EBITDA ajusté	10,9	11,3	11,8	3,5%	4,2%
Marge d'EBITDA ajustée	2,7%	3,4%	4,1%	0,7pp	0,7pp
EBIT	1,2	2,6	1,3	118,0%	-50,9%
Marge EBIT	0,3%	0,8%	0,4%	0,5pp	-0,3pp
Charges financières	(0,8)	(1,2)	(1,1)	-54,1%	3,6%
EBT	7,7	2,1	1,0	-73,4%	-50,5%

En FY25 (à fin juin 2025), la collecte de céréales a baissé de c. 24% à environ 639kT (vs 835kT en FY24) en raison d'une baisse des rendements, liée aux conditions météorologiques (pluie notamment). Cette baisse s'est traduite par une baisse du chiffre d'affaires de l'activité céréales de c. 23% à €161m (vs €210m en FY24). L'activité semences était également en baisse de c. 11% en raison d'une baisse de la collecte de semences de 38%, partiellement compensée par les stocks de l'exercice précédent. Les activités à destination des sociétaires (approvisionnements et services) sont toutes les deux en croissance. Au global, le chiffre d'affaires FY25 ressort en baisse de c. 14% par rapport à FY24, à €287.1m (vs €334.5m).

En revanche, l'EBITDA, ajusté des locations simples et des reprises et provisions sur stocks, a progressé à €11.8m (vs €11.3m en FY24). Cette amélioration est principalement liée au mix produit, avec une marge plus importante sur les autres activités par rapport à la collecte de céréales. La marge d'EBITDA ressort ainsi en hausse à 4.1% (vs 3.4% en FY24). Le niveau de marge d'EBITDA reste cependant plutôt bas, et s'explique par le modèle d'affaires de la coopérative dont l'objectif est de maximiser le prix payé des céréales aux sociétaires.

La marge d'EBIT s'est en revanche détériorée à 0.4% (vs 0.8% en FY24), compte tenu de D&A nettes plus élevées qu'en FY24.

Les charges financières se composent principalement des intérêts payés sur les dettes financières.

Le résultat avant impôts (EBT) est en baisse en FY25 par rapport à FY24 à €1.0m (vs €2.0m). En FY23, l'EBT était de €7.7m en raison d'un produit exceptionnel lié à une cession.

Calcul de l'EBITDA, millions d'EUR					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
EBIT	1,2	2,6	1,3	118,0%	-50,9%
+ Dépréciations et amortissements	11,6	10,1	11,6	-12,8%	14,6%
- Reprises de provisions	(1,9)	(3,4)	(2,4)	-75,9%	28,3%
= EBITDA	10,8	9,3	10,4	-14,4%	12,1%
Ajustement des locations simples	1,2	1,5	1,5	26,3%	3,5%
+/- Reprises / provisions sur stocks	(1,1)	0,6	(0,1)	154,3%	-121,7%
= EBITDA ajusté	10,9	11,3	11,8	3,5%	4,2%

Levier et couverture des intérêts

- DFN/EBITDA et EBITDA/intérêts

La dette financière brute de Valfrance s'élevait à €53.6m à fin juin 2025 et se composait :

- De prêts bancaires moyen/long-terme amortissables pour €30.9m ;
- De financements court-terme pour €22.7m.

L'ensemble des financements sont faits au niveau de Valfrance SCA, entité consolidante.

Les prêts bancaires, obtenus auprès du pool bancaire, qui comprend 7 partenaires, sont tous amortissables sur des durées comprises entre 7 et 12 ans. Il s'agit de prêts à taux fixe, sans garanties. Parmi ces emprunts, Valfrance a deux prêts avec des engagements RSE dont un prêt basé sur l'indice d'égalité homme-femme et un prêt basé sur la note Ecovadis de la coopérative. Le respect de ces KPIs donne droit à une baisse des taux d'intérêts de 10bps. Depuis la mise

en place de ces prêts en 2023, les KPIs ont été respectés chaque année.

La coopérative avait à fin juin 2025 €137.0m de lignes de financements court-terme autorisées auprès de ses partenaires bancaires et notamment €97m de lignes de financements sur stocks FranceAgriMer, établissement public rattaché au ministère de l'agriculture. Les lignes court-terme sont à taux variable.

Le programme de NEU CP de €100m envisagé par Valfrance SCA a pour objectif l'optimisation de ses financements court-terme.

La dette financière brute ajustée s'élevait à €61.7m à fin juin 2025, dont €4.6m d'ajustements portant sur les locations simples et €2.3m liés aux provisions pour retraites.

Calcul DFN/EBITDA. millions d'EUR			
	FY23	FY24	FY25
Dette bancaire moyen/long-terme	31,0	31,6	30,9
Lignes de crédit court-terme	0,1	26,3	24,0
Autres	0,0	0,0	0,0
DFT reportée	31,1	57,9	54,9
Aj. des locations simples	3,5	4,4	4,6
CAF ajustée	1,9	2,1	2,3
DFT ajustée	36,6	64,4	61,7
Trésorerie & équivalents	(21,3)	(40,0)	(27,1)
DFN ajustée	15,2	24,4	34,6
EBITDA ajusté	10,9	11,3	11,8
DFN/EBITDA ajusté	1,4x	2,2x	2,9x

Le ratio de levier net ajusté (dette financière nette / EBITDA ajusté) était de 2.9x à fin juin 2025 (vs 2.2x à fin juin 2024). Cette détérioration est principalement due à une baisse de la trésorerie liée à une détérioration du BFR du fait de la hausse des créances des sociétaires.

Le ratio de couverture des intérêts (EBITDA ajusté / intérêts) était de 9.6x.

Génération de trésorerie

• Génération de trésorerie

Flux de trésorerie. millions d'EUR					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Capacité d'autofinancement	5,4	7,6	6,9	42,1%	-9,1%
Aj. des D&A des locations simples	1,1	1,4	1,4	23,5%	5,6%
CAF ajustée	6,5	9,0	8,4	38,9%	-6,8%
+/- variation du BFR	11,3	(3,7)	(6,3)	-132,9%	-70,0%
Flux de tréso. opérationnels ajustés	17,7	5,3	2,1	-70,3%	-61,0%
Capex	(9,5)	(8,7)	(8,6)	8,7%	0,7%
M&A	0,0	(2,7)	-	n/a	100,0%
Autres	15,3	0,3	(1,1)	-98,1%	-467,1%
Flux de tréso. des investissements	5,8	(11,0)	(9,7)	-290,0%	12,6%
Aj. D&A des locations simples	(1,1)	(1,4)	(1,4)	-23,5%	-5,6%
Flux de tréso. disponibles ajustés	22,5	(7,1)	(9,0)	-131,7%	-26,7%
+/- variation des capitaux propres	(0,1)	(0,9)	(0,8)	-968,6%	16,8%
- Dividendes	-	-	-	n/a	n/a
Flux de tréso. générés en interne	22,4	(8,0)	(9,8)	-136,0%	-21,7%

La CAF, ajustée des locations simples, ressort à €8.4m en FY25, en légère baisse par rapport à FY24. La variation de BFR a été négative en FY25 en raison de la hausse des créances clients, et notamment auprès des associés coopérateurs. Les flux de trésorerie opérationnels ressortent ainsi en baisse à €2.1m (vs €5.3m en FY24).

Le montant des investissements est élevé (c. 2.6% du chiffre d'affaires en moyenne sur la période FY23-25) et s'inscrit dans la politique financière de la coopérative de maintenir un outil de production performant.

Valfrance ne verse pas de dividendes à ses sociétaires. En revanche, elles versent aux sociétaires des intérêts sur leurs parts sociales et des ristournes sur les achats effectués auprès de la coopérative. En FY25, le montant total versé était de €0.8m.

Les flux de trésorerie générés en interne ressortent ainsi négatifs en FY25 à -€9.8m.

Capitalisation

- Ratio de capitalisation

Structure de l'actif et de la dette. millions d'EUR					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Total actif	203,3	211,0	209,9	3,8%	-0,6%
Actifs non courants	15,2	24,4	34,6	60,2%	41,9%
Actifs courants	188,1	186,7	175,3	-0,7%	-6,1%
BFR	70,6	58,6	67,6	-16,9%	15,4%
Capitaux propres (CP)	74,1	75,3	74,9	1,6%	-0,4%
Dette Financière Totale ajustée (DFTa)	36,5	64,4	61,7	76,1%	-4,1%
Dette Financière Nette ajustée (DFNa)	15,2	24,4	34,6	60,2%	41,9%
CP/DFTa	202,8%	116,9%	121,4%	-85,9pp	4,5pp
DFNa/EBITDA ajusté	1,4x	2,2x	2,9x	0,8x	0,8x
EBITDA ajusté/Intérêts ajustés	13,1x	8,7x	9,6x	-4,4x	0,9x

A fin juin 2025, le total de l'actif de Valfrance s'élevait à €209.9m. Les immobilisations nettes représentaient environ 1/3 des actifs avec notamment les bâtiments, silos, usine et les équipements. Le reste des actifs comprenaient principalement les stocks (€27.8m) et les créances clients (€63.4m dont €38.9m auprès des associés coopérateurs). A noter que dans des périodes compliquées pour les sociétaires, la coopérative peut s'adapter et notamment retarder les encaissements des sociétaires.

Le niveau de fonds propres est bon, avec un taux de capitalisation (capitaux propres / dette financière totale ajustée) autour de 120%. Bien que le résultat net soit relativement bas, à l'exception des exercices où la coopérative a réalisé des profits exceptionnels, l'absence de versement de dividendes a permis de constituer un niveau de fonds propres au fil des exercices. La coopérative verse en revanche des ristournes aux sociétaires, qui sont traitées comme des dividendes comptablement.

Liquidité

- Un niveau de liquidité « supérieur »

Nous considérons que Valfrance possède une liquidité « supérieure ». La coopérative bénéficie d'un bon niveau de trésorerie (€27.1m à fin juin 2025) et de lignes de financements court-terme non utilisées à fin juin (€115.8m). Par ailleurs, elle n'a pas d'échéances de dettes significatives dans les années à venir, les dettes du groupe étant principalement des dettes amortissables.

Perspectives d'évolution des ratios de crédit (CMEE)

- CMEE stable

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit est Stable. Nous considérons en effet que les ratios de crédit ne devraient pas changer significativement dans les 12 prochains mois.

Projections financières

Les principales hypothèses retenues dans nos prévisions FY26-FY28 :

- Collecte : niveau de collecte standard (c. 750 kT), sous réserve d'évènements climatiques.
- Chiffre d'affaires : une légère hausse du chiffre d'affaires attendue en FY26, liée à un effet volume positif sur l'activité Céréales alors que l'effet prix sera négatif pour l'ensemble des activités. Sur la période FY27-28, le chiffre d'affaires a été projeté à un niveau relativement stable en lien avec le niveau de collecte, ce qui sous-tend un effet prix relativement stable également par rapport à FY26.
- EBITDA : baisse de la marge en FY26 compte tenu de l'effet prix négatif alors que les charges restent élevées.
- La fermeture du détroit d'Ormuz, et ses impacts sur l'approvisionnement d'engrais et le prix du gasoil, pourrait détériorer les marges. Son impact reste néanmoins difficile à évaluer à ce stade, et dépendra de la durée de la crise.
- Investissements : c. €7m / an.
- Un levier net ajusté entre 2.3x et 2.7x sur la base des hypothèses sous-jacentes.

Principaux chiffres financiers

Principales magnitudes. millions of EUR					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Chiffre d'affaires	402,1	334,5	287,1	-16,8%	-14,2%
EBITDA ajusté (1)	10,9	11,3	11,8	3,5%	4,2%
Marge d'EBITDA ajusté	2,7%	3,4%	4,1%	0,7pp	0,7pp
EBIT	1,2	2,6	1,3	118,0%	-50,9%
Marge d'EBIT	0,3%	0,8%	0,4%	0,5pp	-0,3pp
EBT	7,7	2,1	1,0	-73,4%	-50,5%
Total Actif	203,3	211,0	209,9	3,8%	-0,6%
Capitaux propres	74,1	75,3	74,9	1,6%	-0,4%
Dette Financière Totale ajustée (DFT) (2)	36,5	64,4	61,7	76,1%	-4,1%
Dette Financière Nette ajustée (DFN) (2)	15,2	24,4	34,6	60,2%	41,9%
CP/DFT	202,8%	116,9%	121,4%	-85,9pp	4,5pp
DFN/EBITDA ajusté	1,4x	2,2x	2,9x	0,8x	0,8x
CAF ajustée	6,5	9,0	8,4	38,9%	-6,8%
CAF ajustée/DFN	42,5%	36,9%	24,2%	-5,6pp	-12,7pp
EBITDA ajusté/Intérêts ajustés	13,1x	8,7x	9,6x	-4,4x	0,9x

⁽¹⁾ Ajusté des locations simples

⁽²⁾ Ajusté des locations simples et des provisions pour retraites

Sensibilité de la notation

- Liste des notations
 - Notation court-terme : EF2
 - Instrument de NEU CP : EF2

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- Facteurs positifs (↑)

Une hausse de la notation court-terme de Valfrance à EF1 serait possible en cas d'amélioration significative du profil financier de Valfrance. En particulier, un ratio de levier net ajusté inférieur à 1.5x et un ratio de couverture des intérêts supérieur à 15.0x entraîneraient une hausse de la notation.

Cette hausse nous paraît peu probable actuellement, Valfrance étant dans le bas de la catégorie EF2.

- Facteurs négatifs (↓)

Une dégradation de la notation court-terme de Valfrance à EF3 serait possible en cas de dégradation du profil financier de la coopérative. En particulier, un ratio de levier net ajusté supérieur à 3.2x et un ratio de couverture des intérêts inférieur à 5.0x entraîneraient une baisse de la notation.

Par ailleurs, un moins bon rendement ou une forte baisse des cours des céréales, qui impacteraient de facto la rentabilité, pourraient entraîner une dégradation de la notation.

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

Rating action and rationale

- EthiFinance Ratings initiates coverage of Valfrance SCA (Valfrance) and assigns a short-term issuer rating of EF2. EthiFinance Ratings also assigns an EF2 to the €100m NEU CP programme planned by Valfrance SCA.
- Valfrance is a grain cooperative based in the Paris Basin, collecting around 750kT of grain per year from its c. 1,400 members. The cooperative also produces seed for its members and for external clients.
- The rating is underpinned by Valfrance's sound financial profile, notably with an adjusted net leverage ratio of around 2.2x over the FY23-25 period. This level of leverage remains contained, particularly so for a cooperative whose objective is to serve its members and is therefore characterized by moderate profitability linked to its core business and the price supplements paid to farmers, alongside significant investments made. The capitalisation ratio (equity / adjusted total financial debt) is also very strong, exceeding 120% at end-June 2025. Valfrance pursues a long-term strategy marked by a prudent financial policy. Finally, the cooperative has a level of liquidity that we consider to be strong, with medium- to long-term maturities spread out over time and short-term credit facilities available to cope with fluctuations in business activity.
- For FY25 (ending June 2025), Valfrance collected 639kT of cereals, down by approximately 24% compared with FY24. This decline is attributable to poor yields caused by weather conditions. Revenue consequently fell by around 14% to €287.1m, despite a slight increase in revenues from sales to its own members (supplies and services). By contrast, the adjusted EBITDA margin (adjustment relating to operating leases) rose to 4.1% (compared with 3.4% in FY24). Over our forecast period (FY26–28), based on a standard intake level of around 750kT but with lower cereal prices, we expect a modest increase in turnover. The adjusted EBITDA margin, however, is likely to deteriorate due to the high costs. The adjusted net leverage ratio is therefore expected to remain under control, at between 2.3x and 2.7x over our forecast period.
- However, the rating is constrained by our assessment of the agricultural sector, particularly the cereals sector. This sector is characterised by low profitability, on the back of high production costs, and high volatility due to the sharp fluctuations in cereal prices. It should be noted, however, that we do not apply the 'high volatility' rating given the options available to mitigate such an impact (storage, financial options, etc.). Our assessment of Valfrance is also constrained by the cooperative's limited size. It remains a medium-sized cooperative in France, operating in a competitive sector that requires significant investment. Finally, the cooperative's diversification is limited, which is linked to its strategy of remaining focused on its traditional core business – cereals – while also maintaining a strong local presence in the Paris Basin.
- The agribusiness sector has medium to high ESG risks under our methodology (heatmap score between 3.5 and 4). This results in a sector rating downgraded one notch by industry-related ESG considerations. Furthermore, our assessment of the cooperative's ESG policy yields a neutral score (between 1.5 and 3.5). This results in an overall negative ESG impact linked to the sector adjustment. Valfrance is, however, a cooperative strongly committed to CSR, having become a mission-driven cooperative in January 2026 with a decarbonisation plan and with very strong local roots, near the Paris Basin.

Description of the issuer

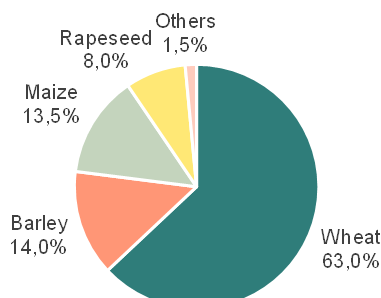
Valfrance SCA is an agricultural cooperative comprising around 1,400 members and 175 employees. It is based in Senlis in the Hauts-de-France region, near Paris. It collects approximately 750kT of cereals and oilseed and protein crops per year, of which approximately 60% is wheat. The cooperative operates a seed production plant and 31 storage silos with a total storage capacity of approximately 550kT (including storage on farmers' premises).

The cooperative operates in three areas:

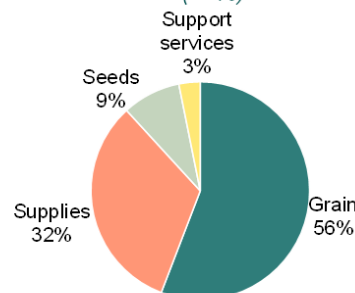
- Grain (56% of FY25 revenues): the collection, storage and marketing of members' produce, namely soft wheat, barley, maize and rapeseed.
- Seeds (9%): the production and sale of seeds to members and cereal farmers outside the cooperative.
- Supplies (fertilisers, plant protection products, seeds) and support services for members (digitalisation, transition and regulatory packages, etc.), accounting for 32% and 3% respectively.

The cooperative is designed to serve its members, with the aim of maximising benefits for them.

Breakdown of cereal harvests by crop
(in %)



FY25 revenues by segments
(in %)



Source: Valfrance

For its 2025 annual results (to end-June), Valfrance achieved turnover of €287.1m on a collection volume of 639kT, compared with turnover of €334.5m in FY24 on a collection volume of 835kT. Adjusted EBITDA (mainly adjusted for operating leases) stood at €11.8m in FY25, representing a margin of 4.1% (compared with €11.3m in FY24, with a margin of 3.4%). The adjusted net leverage ratio (net financial debt/EBITDA) stood at 2.9x at end-June 2025.

Fundamentals

Business profile

Sector risk assessment

- **Moderate growth prospects for the cereals sector**

Global cereal production, which stood at 2.9bn tonnes in the 2023/24 crop year, is expected to increase moderately over 2025-34, according to the OECD. Indeed, it forecasts annual growth of 1.1%, reaching 3.2bn tonnes by the end of 2034. The rise in production is expected to stem mainly from improved yields, while the area under cultivation is not expected to increase.

As for global cereal consumption, this is also expected to grow moderately and will be driven mainly by food, which accounts for around 40% of cereal consumption, with growth of around 1.1% per year expected over 2025-34, due to population growth. The rise in consumption will also be driven by animal feed (c. 33% of cereals consumed), whereas consumption for biofuels and industrial purposes (c. 27%) is expected to decline.

At the national level, France is the largest cereal producer in Europe and the eighth largest in the world. French production, which amounted to around 64.7m tonnes in the 2023/24 crop year, is concentrated on around ten varieties, the main ones being soft wheat (c. 54%), maize (c. 20%), and barley (c. 18%). The area under cultivation covers 9.1m hectares, representing around one-third of the total agricultural land in France. Domestic production meets domestic needs (human consumption, animal feed, the agri-food industry), whilst a significant proportion is destined for export (c. 50% of production). As regards growth prospects, the country is expected to follow the same trends as the global market.

- **Relatively low sector profitability and very high volatility**

The profitability of grain cooperatives in France is relatively low, with an average EBITDA margin of 3.5% over the 2018-24 period, according to the HCCA. It is constrained by high production costs for grain farmers (fertiliser, energy), while grain selling prices are linked to world market prices and can fluctuate significantly. Furthermore, there is a certain time lag between the purchase of grain from farmers – who are the cooperative members – and the final price received by the cooperative, following collection, storage and marketing. The final price may vary depending on market price movements, which are linked to global supply and demand, crop quality, and the various costs incurred by the cooperative. New constraints are being added to grain farmers' cost structure, notably European regulatory requirements and the need to adapt to climate change. Grain farmers and cooperatives are also facing significant investment costs linked to new technologies.

The grain sector is highly volatile due to climate, weather conditions and crop quality (diseases). Furthermore, grain prices are influenced by global supply, fluctuations in demand and agricultural policies. In recent years, numerous events have impacted the grain markets. The geopolitical context, and in particular the war between Russia and

Ukraine – two major grain-producing countries – has put pressure on grain prices. Current prices reflect Ukraine's reduced export forecasts. A greater-than-expected decline in Ukrainian exports could push prices up again. The current crisis in the Strait of Hormuz, and its impact on fertiliser supplies and fuel prices, could also affect grain prices. The political context is also a key factor, with the focus on strengthening sustainability policies in the agricultural sector. At the European level, the Green Deal, which aims for the EU to be carbon neutral by 2050, requires cereal farmers to reduce their use of chemical pesticides and fertilisers. This regulation, which is intended to improve soil health in the long term, will lead to a fall in European yields, whilst the main competitors are not subject to equivalent constraints. Furthermore, China, the world's leading grain importer, is seeking to strengthen its self-sufficiency, notably by increasing its production capacity and making strategic adjustments. In the 2024/25 crop year, Chinese imports fell sharply to 27.8m tonnes (compared with around 50m tonnes over the period 2019/20–2023/24), due to substantial stocks built up in 2023/24, an expected better harvest for 2024/25 and a reduction in cereal consumption for pig production. Finally, in France, unlike other agricultural sectors, the EGALIM Act does not protect cereal farmers' prices, which remain indexed to world markets.

- **Relatively high barriers to entry**

The cereals sector in France is organised around three types of stakeholders: producers, collectors and processors. In France, there are currently 110,000 farms, organised into around 150 cooperatives. The cereals sector is capital-intensive; historically, cereal farmers have banded together to form cooperatives in order to access efficient equipment, make joint purchases, and pool their harvests for storage and sale, amongst other things.

Nevertheless, it remains relatively fragmented, with cooperatives of varying sizes. In recent years, there has been a wave of mergers and acquisitions among certain major players; in particular, discussions are currently underway between Agrial and Terrena, the second and fifth largest French cooperatives respectively. The aim of these mergers is to pool expertise and innovation capacity, but also to gain greater clout in the face of global competition and to address the decline in the number of farmers in France.

Overall, we consider the grain cooperative sector in France to be well-organised and structured, with high barriers to entry for becoming a major player.

- **A sector exposed to ESG challenges**

According to our methodology, the agri-food sector presents medium to high ESG risks (heatmap score between 3.5 and 4), which slightly impacts our assessment of the sector. With regard to environmental factors, the agri-food sector has a high impact on resources as a major consumer of land and water, but also on pollution, with soil and river basin contamination resulting from the intensive use of fertilisers. The sector also has an impact on climate due to the use of carbon-intensive processes, and it has a significant impact on biodiversity.

Furthermore, consumers are very concerned about issues relating to food safety and quality. The sector is also considered to have a moderate impact on populations, as access to high-quality food is an essential element of social stability and contributes to public health.

Competitive positioning

- **A medium-sized cooperative with leading positions in its region**

France has around 1,300 cooperatives, the majority of which (around 1,200) report revenues of less than €100m, and only a small proportion (around 25 cooperatives) exceed €1bn of revenues. Given its turnover (around €300m), Valfrance is positioned as a medium-sized cooperative with very strong regional roots across the country. However, it is a leading cooperative within its region, situated at the heart of a strategic area close to the Paris Basin.

However, Valfrance is a member of several 'cooperative unions', which enable it to pool certain costs and exert greater influence, particularly in the marketing of cereals. As such, Valfrance is a member of two cereal marketing unions, namely Cérémis and UCBC, for conventional and organic cereals respectively. Cérémis, Valfrance's primary outlet for cereals, comprises six member cooperatives and is responsible for marketing around 5mT of cereals, representing around 8% of France's total cereal harvest. These partnerships thus help to compensate for the cooperative's size.

Furthermore, in this sector, geographical location is key, particularly in terms of access to road, river and rail transport networks. Valfrance benefits from a favourable geographical location, being close to rail and river shipping points. In the 2024/25 financial year, around 82% of shipments were made using modes other than road transport.

- **Limited diversification in terms of products and geography**

Valfrance operates solely in the cereals sector, through its seed collection and production activities. With regard to cereals, the cooperative mainly collects soft wheat, rapeseed, barley and maize. The group's other activities (supply and services) are aimed at its members.

Geographical diversification is limited. In terms of cereal collection, operations are concentrated in the Paris Basin, which increases risks in the event of poor harvests.

As for outlets, these are generally well diversified, particularly for cereals, which are sold for various purposes. Soft wheat is mainly sold for export and for animal feed; rapeseed is divided between edible oils and biofuels; barley is sold for animal feed and malting (within and outside the EU); and maize is used for starch production and animal feed. Most of the cereals are sold in France. As regards seed, around 25% of production is sold to members, whilst the remainder is sold externally, mainly in France.

Shareholding and governance

- **A cooperative owned by its members**

Valfrance is a cooperative owned by cereal farmers, who are cooperative members. In 2025, around 1,400 members owned the cooperative.

The board of directors comprises between 18 and 23 members, all of whom are cooperative members, whether individuals or legal entities. They are elected for a three-year term by the cooperative members. In 2025, the board of directors comprised 23 directors, plus four trainee directors. In addition to the board of directors, Valfrance has a board executive committee comprising seven members of the board of directors, elected for a one-year term. The board executive committee works in advance of the board of directors on matters presented by the executive committee and provides initial guidance to the board of directors.

The advantage of the cooperative for its members is the pooling of costs and the collective bargaining power in commercial negotiations, enabling them to maximise their income. On the other hand, as with many cooperative models, the ability to intervene in the event of difficulties faced by the cooperative is considered to be limited.

- **A prudent financial policy**

Valfrance has been led by Laurent Vittoz, an agri-food engineer, since 2017. The financial policy in place is prudent and is characterised by a controlled level of debt despite limited profitability. Investments are recurring, particularly to maintain an efficient grain storage facility. The cooperative remains focused on its core sector, cereals, and on its region, the Paris Basin.

In 2025, Valfrance presented its 10-year strategic plan: "Cap 2035". The main objectives of this plan are: i) the cooperative's economic performance and competitiveness, ii) the low-carbon transition and the introduction of crops adapted to climate change, and iii) innovation, both in crop genetics and in digital solutions for members.

The cooperative remains a tool serving its members, whose aim is both to maximise their income by benefiting from economies of scale and to optimise their costs through joint purchasing. The establishment of a seed plant serves this interest for members, enabling them to source their supplies from the cooperative. Valfrance's strategy of marketing seeds outside the group helps to optimise the plant's operations and offset the cooperative's overheads.

- **A cooperative strongly committed to CSR**

Valfrance is strongly committed to CSR. The cooperative has had a CSR policy in place since 2018 and, to confirm its long-term commitment, Valfrance became a mission-driven cooperative ("société à mission") in January 2026. It has therefore enshrined its four CSR objectives in its articles of association: namely, innovation for its local cooperative model, social commitment towards its employees, environmental responsibility, and a close relationship with consumers.

In 2025, the cooperative also achieved the 'exemplary' level of the AFNOR Engagé RSE label, the highest level of certification. This label, based on the ISO 26000 standard, assesses the CSR approach in relation to the context and expectations of stakeholders. Valfrance also aims to enhance its transparency on non-financial matters by proactively implementing the CSRD.

With regard to its environmental impact, the cooperative has a climate trajectory for 2050, aligned with the National Low-Carbon Strategy (SNBC), which calls for a 46% reduction in greenhouse gas emissions by 2050 (compared with 2015). It plans to implement its decarbonisation plan by reducing its electricity consumption, decarbonising the upstream agricultural sector, and reducing the use of agricultural products (market outlets). The social aspect is also very strong for Valfrance, given its significant local footprint, both in terms of procurement and employment, and through its impact on the environment.

However, our ESG score is 'neutral' given a number of indicators that are not reported by the cooperative, as well as the assessment of governance, which is constrained by the lack of independence of the board of directors, linked to its status as a cooperative.

Financial Profile

Results and Profitability

- Revenues and Profitability Levels

Profitability. millions of EUR					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Turnover	402,1	334,5	287,1	-16,8%	-14,2%
Gross Margin	14,3%	18,9%	21,8%	4,7pp	2,8pp
Adj. EBITDA	10,9	11,3	11,8	3,5%	4,2%
Adj. EBITDA Margin	2,7%	3,4%	4,1%	0,7pp	0,7pp
EBIT	1,2	2,6	1,3	118,0%	-50,9%
EBIT Margin	0,3%	0,8%	0,4%	0,5pp	-0,3pp
Financial expenses	(0,8)	(1,2)	(1,1)	-54,1%	3,6%
EBT	7,7	2,1	1,0	-73,4%	-50,5%

In FY25 (ending June 2025), cereal intake fell by around 24% to approximately 639kT (compared with 835kT in FY24) due to lower yields caused by weather conditions (particularly rain). This decline resulted in a fall in turnover for the cereals business of around 23% to €161m (compared with €210m in FY24). The seeds business also fell by around 11% due to a 38% drop in seed collection, partially offset by stocks carried over from the previous financial year. Both business lines serving members (supplies and services) recorded growth. Overall, revenue for FY25 was down by approximately 14% compared with FY24, at €287.1m (compared with €334.5m).

By contrast, EBITDA, adjusted for operating leases and write-backs and provisions on inventories, rose to €11.8m (vs €11.3m in FY24). This improvement was mainly due to the product mix, with a higher margin on other activities compared with cereal collection. The EBITDA margin thus rose to 4.1% (compared with 3.4% in FY24). However, the EBITDA margin remains relatively low, which is attributable to the cooperative's business model, the aim of which is to maximise the price paid to members for their grain.

The EBIT margin, on the other hand, deteriorated to 0.4% (compared with 0.8% in FY24), given that net depreciation and amortisation were higher than in FY24.

Financial expenses consist mainly of interest paid on financial debt.

Earnings before tax (EBT) fell in FY25 compared with FY24 to €1.0m (vs €2.0m). In FY23, EBT stood at €7.7m due to exceptional income from a disposal.

EBITDA calculation. millions of EUR					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
EBIT	1,2	2,6	1,3	118,0%	-50,9%
+ Depreciation and amortisation	11,6	10,1	11,6	-12,8%	14,6%
- D&A reversal	(1,9)	(3,4)	(2,4)	-75,9%	28,3%
=EBITDA	10,8	9,3	10,4	-14,4%	12,1%
Operating lease adjustment	1,2	1,5	1,5	26,3%	3,5%
Reversal of stock provisions	(1,1)	0,6	(0,1)	154,3%	-121,7%
=adjusted EBITDA	10,9	11,3	11,8	3,5%	4,2%

Leverage and interest coverage

- Net financial debt/EBITDA and EBITDA/interest

Valfrance's gross financial debt stood at €53.6m at end-June 2025 and comprised:

- Medium- and long-term amortising bank loans for €30.9m;
- Short-term financing of €22.7m.

All financing is arranged at the level of Valfrance SCA, the consolidating entity.

The bank loans, obtained from a banking syndicate comprising seven partners, are all repayable over terms ranging from 7 to 12 years. These are fixed-rate loans, unsecured. Among these loans, Valfrance has two loans with CSR commitments, including one based on the gender equality index and one based on the cooperative's Ecovadis rating. Meeting these KPIs entitles the cooperative to a 10bps reduction in interest rates. Since these loans were implemented in 2023, the KPIs have been met every year.

At end-June 2025, the cooperative had €137.0m in authorised short-term credit facilities with its banking partners, including €97m in credit facilities for inventory financing from FranceAgriMer, a public body attached to the Ministry of Agriculture. The short-term facilities carry variable rates.

The €100m NEU CP programme envisaged by Valfrance SCA aims to optimise its short-term financing.

Adjusted gross financial debt stood at €61.7m at end-June 2025, of which €4.6m related to adjustments for operating leases and €2.3m to pension provisions.

NFD/EBITDA calculations, millions of EUR			
	FY23	FY24	FY25
Bank debt (medium/long-term)	31,0	31,6	30,9
Overdrafts	0,1	26,3	24,0
Other	0,0	0,0	0,0
Reported TFD	31,1	57,9	54,9
Operating lease adj.	3,5	4,4	4,6
Pension obligations	1,9	2,1	2,3
Adjusted TFD	36,6	64,4	61,7
Cash & cash equivalent	(21,3)	(40,0)	(27,1)
Adjusted NFD	15,2	24,4	34,6
Adj. EBITDA	10,9	11,3	11,8
Adjusted NFD/EBITDA	1,4x	2,2x	2,9x

The adjusted net leverage ratio (net financial debt / adjusted EBITDA) stood at 2.9x at end-June 2025 (compared with 2.2x at end-June 2024). This deterioration is mainly due to a decline in cash generated on the back of a deterioration in working capital requirements resulting from an increase in members' receivables.

The interest coverage ratio (adjusted EBITDA / interest) stood at 9.6x.

Cash flow generation

- Cash flow generation

Cash flow, millions of EUR					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Funds From Operations	5,4	7,6	6,9	42,1%	-9,1%
Operating lease D&A adj.	1,1	1,4	1,4	23,5%	5,6%
Adj. Funds From Operations	6,5	9,0	8,4	38,9%	-6,8%
+/- WK changes	11,3	(3,7)	(6,3)	-132,9%	-70,0%
Adj. Operational Cash Flow	17,7	5,3	2,1	-70,3%	-61,0%
Capex	(9,5)	(8,7)	(8,6)	8,7%	0,7%
M&A	0,0	(2,7)	-	n/a	100,0%
Other	15,3	0,3	(1,1)	-98,1%	-467,1%
Net Investment Cash Flow	5,8	(11,0)	(9,7)	-290,0%	12,6%
Operating lease D&A adjustment	(1,1)	(1,4)	(1,4)	-23,5%	-5,6%
Adj. Free Cash Flow	22,5	(7,1)	(9,0)	-131,7%	-26,7%
+/- changes in capital	(0,1)	(0,9)	(0,8)	-968,6%	16,8%
- Dividends	-	-	-	n/a	n/a
Cash flow Generated Internally	22,4	(8,0)	(9,8)	-136,0%	-21,7%

Adjusted free cash flow, including adjustments for operating leases, stood at €8.4m in FY25, down slightly compared with FY24. The change in working capital was negative in FY25 due to the rise in trade receivables, particularly from cooperative members. Operating cash flow therefore fell to €2.1m (compared with €5.3m in FY24).

The level of investment is high (averaging around 2.6% of turnover over FY23-25) and is in line with the cooperative's financial policy of maintaining an efficient production base.

Valfrance does not pay dividends to its members. However, it pays members interest on their shares and rebates on purchases made from the cooperative. In FY25, the total amount paid was €0.8m.

Cash flow generated internally was therefore negative in FY25 at -€9.8m.

Capitalisation

- Capitalisation ratio

Asset structure and financing, millions of EUR					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Total Assets	203,3	211,0	209,9	3,8%	-0,6%
Non Current Assets	15,2	24,4	34,6	60,2%	41,9%
Current Assets	188,1	186,7	175,3	-0,7%	-6,1%
Working Capital	70,6	58,6	67,6	-16,9%	15,4%
Equity	74,1	75,3	74,9	1,6%	-0,4%
Adj. Total Financial Debt (aTFD)	36,5	64,4	61,7	76,1%	-4,1%
Adj. Net Financial Debt (aNFD)	15,2	24,4	34,6	60,2%	41,9%
Equity/aTFD	202,8%	116,9%	121,4%	-85,9pp	4,5pp
aNFD/Adj. EBITDA	1,4x	2,2x	2,9x	0,8x	0,8x
Adj. EBITDA/Adj. Interest	13,1x	8,7x	9,6x	-4,4x	0,9x

At end-June 2025, Valfrance's total assets stood at €209.9m. Net fixed assets accounted for approximately one-third of total assets, comprising in particular buildings, silos, the factory and equipment. The remainder of the assets consisted mainly of inventories (€27.8m) and trade receivables (€63.4m, of which €38.9m was due from cooperative members). It should be noted that during difficult periods for members, the cooperative can adapt, in particular by deferring

payments due from members.

The level of equity is good, with a capitalisation ratio (equity / adjusted total financial debt) of around 120%. Although net profit is relatively low – except in financial years when the co-operative has made exceptional profits – the fact that no dividends have been paid has enabled it to build up a level of equity over the years. The cooperative does, however, pay rebates to its members, which are treated as dividends for accounting purposes.

Liquidity

- ‘Superior’ liquidity

We consider Valfrance to have ‘superior’ liquidity. The cooperative had a healthy cash position (€27.1m) and unused short-term credit facilities (€115.8m) at end-June 2025. Furthermore, it has no significant debt maturities in the coming few years, as the group’s debt consists mainly of amortisable debt.

Credit metrics evolution expectations (CMEE)

- CMEE stable

Our outlook for credit ratios is Stable. We believe that credit ratios are unlikely to change significantly over the next 12 months.

Financial projections

The key assumptions used in our FY26-FY28 forecasts are as follows:

- Inputs: standard input levels (approx. 750 kT), subject to weather conditions.
- Revenue: a slight increase in revenue is expected in FY26, driven by a positive volume effect in the cereals business, whilst the price effect will be negative for all business segments. Over the FY27-28 period, turnover is projected to remain relatively stable in line with the harvest volume, implying a relatively stable price effect compared with FY26.
- EBITDA: a decline in the margin in FY26 due to the negative price effect, while costs remain high.
- The closure of the Strait of Hormuz, and its impact on fertiliser supplies and diesel prices, could erode margins. However, its impact remains difficult to assess at this stage and will depend on the duration of the crisis.
- Investments: c. €7m per year.
- Adjusted net gearing of between 2.3x and 2.7x based on the underlying assumptions.

Main financial figures

Main financial figures. millions of EUR					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Turnover	402,1	334,5	287,1	-16,8%	-14,2%
Adj EBITDA (1)	10,9	11,3	11,8	3,5%	4,2%
Adj EBITDA Margin	2,7%	3,4%	4,1%	0,7pp	0,7pp
EBIT	1,2	2,6	1,3	118,0%	-50,9%
EBIT Margin	0,3%	0,8%	0,4%	0,5pp	-0,3pp
EBT	7,7	2,1	1,0	-73,4%	-50,5%
Total Assets	203,3	211,0	209,9	3,8%	-0,6%
Equity	74,1	75,3	74,9	1,6%	-0,4%
Adj Total Financial Debt	36,5	64,4	61,7	76,1%	-4,1%
Adj Net Financial Debt	15,2	24,4	34,6	60,2%	41,9%
Equity/TFD	202,8%	116,9%	121,4%	-85,9pp	4,5pp
Adj NFD/Adj EBITDA	1,4x	2,2x	2,9x	0,8x	0,8x
Adj Funds From Operations	6,5	9,0	8,4	38,9%	-6,8%
Adj FFO/Adj NFD	42,5%	36,9%	24,2%	-5,6pp	-12,7pp
Adj EBITDA/Adj Interest	13,1x	8,7x	9,6x	-4,4x	0,9x

⁽¹⁾ Adjusted for operating leases

⁽²⁾ Adjusted for operating leases and pensions

Rating sensitivity

- **List of ratings**
 - Short-term rating: EF2
 - NEU CP instrument: EF2

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

- **Positive factors (↑)**

An upgrade of Valfrance's short-term rating to EF1 would be possible in the event of a significant improvement in Valfrance's financial profile. In particular, an adjusted net leverage ratio of less than 1.5x and an interest coverage ratio of more than 15.0x would lead to a rating upgrade.

We consider such an upgrade unlikely at present, as Valfrance is at the lower end of the EF2 category.

- **Negative factors (↓)**

A downgrade of Valfrance's short-term rating to EF3 would be possible should the cooperative's financial profile deteriorate. In particular, an adjusted net leverage ratio above 3.2x and an interest coverage ratio below 5.0x would lead to a downgrade.

Furthermore, a poorer harvest or a sharp fall in cereal prices, which would de facto impact profitability, could lead to a downgrade of the rating.

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.

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: <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/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid