

INSTRUMENT RATING  
Neu CPInitiation date 29/11/2022  
Rating Date 07/11/2024

## Contacts

### Lead analyst

Anne Guy  
anne.guy@ethifinance.com

### Committee chair

Marc Pierron  
marc.pierron@ethifinance.com

## Action de notation et justification

- EthiFinance Ratings confirme la notation du programme de NEU CP, d'un montant maximum de €200m, de Clarins, à EF1+, la plus haute note sur notre échelle court terme.
- La très bonne notation découle principalement de l'excellent profil financier du groupe, avec une politique financière toujours prudente et de très bons ratios de crédit. Le levier net ajusté, bien qu'il soit redevenu positif en 2023 sous l'effet de la consommation importante de trésorerie liée aux investissements et au versement de dividendes exceptionnels, reste excellent (0.2x à fin 2023) et devrait le rester sur notre période de projection.
- Cependant, notre évaluation du risque sectoriel, qui bien que bonne, reste en dessous de l'excellent profil financier de Clarins. En particulier, nous jugeons les perspectives de croissance comme satisfaisantes compte tenu des disparités entre les géographies et les segments, et les barrières à l'entrée sont limitées pour les acteurs de plus petite taille. Clarins reste un petit acteur, dans un secteur concentré autour de grands groupes, et bien qu'il bénéficie d'une diversification géographique très bonne, sa diversification produit est limitée.
- Conformément à notre méthodologie, le secteur des biens de consommation, auquel sont rattachés les produits de soins personnels, présente un risque ESG moyen (score de la heatmap compris entre 2 et 3,5). L'évaluation du profil d'activité n'est donc pas impactée par des considérations ESG liées au secteur. Concernant les aspects environnementaux, le secteur a un faible impact sur le climat et les ressources. En revanche, il a un impact élevé sur la pollution, en raison des quantités de déchets générés par les emballages, et un impact moyen sur la biodiversité liée à la production et au transport des marchandises et des produits. L'impact sur les fournisseurs et les consommateurs est moyen et l'impact sur les communautés est faible.
- En outre, notre évaluation de la politique ESG de la société fait ressortir un score neutre (score compris entre 1.5 et 3.5). Clarins se distingue par une très bonne gouvernance avec une indépendance de ses organes de décision. Notre appréciation des aspects environnementaux est également excellente avec une baisse des consommations d'énergie et d'eau ainsi qu'une réduction des émissions scopes 1 & 2 depuis 2021. En revanche, notre appréciation des aspects sociaux est contrainte par l'absence de reporting de certains indicateurs.

## Description de l'émetteur

Basé à Paris et fondé par Jacques Courtin-Clarins en 1954, le groupe Clarins fabrique et distribue ses produits cosmétiques à travers le monde. Le groupe est entièrement détenu et contrôlé par la famille Courtin. La plupart des produits sont fabriqués en France sur le site de production de Pontoise, et bientôt sur le site de Sainte-Savine, qui sera mis en service fin 2024. Le groupe est directement implanté dans 28 pays à travers son réseau de filiales, ainsi que dans une centaine de pays avec des accords de distributions locaux. Les principaux circuits de distributions sont les grands magasins, le commerce spécialisé dans les produits de beauté, les spas, et le « travel retail ». Plus récemment, le groupe a accru son accès direct aux consommateurs, notamment à travers le déploiement des ventes en ligne et l'ouverture de magasins opérés en propre, les deux représentant c. 22% des ventes en 2023.

En 2023, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de €1.7mds pour un EBITDA ajusté de €183m, soit une marge de 10.9%. La dette nette ajustée à fin 2023 s'élevait à €37m soit un levier de 0.2x.

## Fondamentaux

### Profil d'activité

#### Appréciation du risque sectoriel

- De perspectives de croissance satisfaisantes pour l'industrie cosmétique avec un bon niveau de profitabilité

Le marché de la beauté possède de bonnes perspectives de croissance liées à une attention accrue au bien-être et aux soins de la personne ainsi qu'à l'émergence des classes moyennes dans les pays en développement. Les perspectives de croissance présentent cependant certaines disparités selon les régions et les segments. La Chine devrait rester un marché porteur malgré un ralentissement de son économie à court-terme. Au sein de l'industrie, le segment haut de gamme devrait croître davantage que le marché grand public (+8% sur la période 2022-2027 vs +5% pour le segment grand public), tiré par la personnalisation croissante des produits et la demande des consommateurs pour des produits de haute qualité avec des ingrédients naturels. Une attention particulière des consommateurs est également portée sur les cosmétiques bios et naturels.

Les niveaux de profitabilité et de volatilité sont plutôt bons pour l'ensemble de l'industrie de la beauté. En particulier, le secteur a bien résisté pendant la crise du Covid grâce aux ventes en ligne. Ce canal de distribution continue de se développer avec les changements d'habitudes des consommateurs qui souhaitent bénéficier de plus de flexibilité, avoir accès à une large gamme de produits et pouvoir comparer les produits facilement.

- **Un marché compétitif avec des barrières à l'entrée restreintes**

En revanche, nous considérons que le marché est compétitif : le prix, l'image et le budget marketing sont des facteurs clés de succès. En outre, nous considérons que les barrières sont plutôt faibles pour un petit acteur de niche mais deviennent plus conséquentes pour devenir un acteur plus global en raison des budgets marketing et compétences R&D et industrielles nécessaires, entre autres.

#### Position concurrentielle

- **Clarins est un acteur reconnu avec un positionnement premium**

L'industrie des produits cosmétiques est relativement concentrée : les quinze premiers acteurs représentent environ les deux tiers du marché mondial. Clarins a un positionnement plus restreint ce qui pèse sur sa part de marché mondiale, mais le groupe se distingue par sa position de leader dans le marché des soins de beauté haut de gamme en Europe. Ce segment de niche est un marché porteur au sein du marché des cosmétiques. Par ailleurs, le groupe jouit d'une très forte notoriété dans de nombreux pays. Les consommateurs valorisent l'image de qualité de la marque Clarins et son positionnement premium. Les parts de marché de Clarins sont notamment élevées en Europe. Le groupe bénéficie également d'une croissance forte en Asie.

Cependant, en termes de profitabilité, Clarins est en deçà des principaux concurrents avec une marge d'EBIT ajustée de l'ordre de 7.0% sur la période 2021-2023 contre plus de 15% pour la moyenne du secteur. Une partie de l'écart s'explique par la stratégie volontariste de gains de part de marché ayant conduit à une forte hausse des coûts marketing.

- **Bon profil de diversification**

Clarins profite d'une très bonne diversification géographique, malgré sa taille relativement modeste par rapport à ses principaux concurrents. 93% du chiffre d'affaires est réalisé à l'étranger dans environ 150 pays, dont une partie significative dans les marchés émergents.

La diversification client est également bonne avec les dix principaux clients représentant moins de 30% des ventes. Ce sont principalement des distributeurs spécialisés sur le segment de la beauté, des grands magasins, des sociétés du « travel retail », et plus récemment les consommateurs directs à travers le déploiement des ventes en ligne et les ouvertures de magasins opérés en propre.

En termes de produits, la diversification est plus limitée avec la présence de Clarins principalement sur les soins et de façon plus restreinte sur le maquillage. Par ailleurs, le groupe a cédé en 2020 son activité parfums.

#### Gouvernance

- **Actionnaires**

Le groupe est entièrement détenu et contrôlé par la famille Courtin qui a fondé la marque. Les 2ème et 3ème générations de la famille assurent la gouvernance de la société.

- **Qualité de l'équipe dirigeante**

Le track-record du groupe est excellent et s'appuie en particulier sur la croissance de l'EBITDA. De plus, la vente de son activité parfums (Mugler, Azzaro) à L'Oréal en 2020 a démontré aussi la capacité du groupe à créer de la valeur. Enfin, nous considérons la politique financière du groupe comme prudente compte tenu de sa structure financière avec une dette nette (après ajustement) en moyenne négative et une solide génération de free-cash-flow notamment après dividendes.

- **Politique ESG**

Clarins est attaché à promouvoir la beauté responsable, ce qui se manifeste sur l'ensemble de sa chaîne de valeurs : des approvisionnements (ingrédients d'origine naturelle et bio), à la production (maîtrise des consommations d'énergie) et jusqu'aux produits finaux (matières premières aux emballages). En particulier, environ 80% des actifs présents dans les produits de Clarins sont d'origine naturelle et plus de 60% des plantes sont bios. Concernant les emballages, d'ici 2025, 100% des emballages du catalogue soin de Clarins seront recyclables (vs 70% en 2023) et 50% conçus à partir de matériaux recyclés.

Par ailleurs, Clarins a atteint dès 2020 la neutralité carbone (scopes 1, 2 et 3 à l'exception des services) notamment grâce à la compensation de ses émissions. Notons, cependant, que le groupe ne prend pas en compte les services dans ces émissions scope 3 alors qu'elles sont significatives pour le secteur (services amont notamment). En France, 100% de la consommation d'électricité de Clarins est issue d'énergies renouvelables depuis 2021. Le groupe s'est engagé à poursuivre la réduction de son empreinte carbone avec objectif une baisse de 30% à horizon 2025 (vs 2020). A fin 2023, Clarins enregistrait une baisse de 20%. Ses engagements sont en cours de validation par le SBTi.

## Profil financier

### Résultats et profitabilité

En 2023, le chiffre d'affaires de Clarins a progressé de 3.0% à €1.7mds. Les volumes ont progressé de +8% mais le chiffre d'affaires a été impacté par un effet change négatif. En termes de géographie, l'Asie restait le 1er marché du groupe et représentait c. 37% des ventes. Le chiffre d'affaires en Asie a progressé de 2.4% sur l'exercice. L'Amérique affichait la plus forte progression en 2023 (+7.2%) mais demeure limitée dans les ventes du groupe.

En termes de profitabilité, la marge d'EBITDA ajustée était de 10.9% en 2023 (vs 11.9% en 2022). Cette baisse de la marge est liée à la hausse du coût des ventes, notamment en raison de l'effet change défavorable. Le niveau de marge de Clarins reste inférieur à celui de ses comparables sur le secteur. Sur notre période de projection (2024-2026), nous nous attendons toutefois à ce que la marge progresse.

### Génération de trésorerie et levier

Le free cash-flow après dividendes et après investissements, tel que calculé par EthiFinance Ratings, était négatif en 2023, en raison d'une hausse du BFR, des investissements importants lié à la construction du nouveau site de production et des dividendes versés. Nous nous attendons à ce que le free cash-flow après dividendes reste négatif en 2024 compte tenu des investissements importants avant de redevenir positif sur le reste de notre période de projection (2025-26).

La dette nette reportée demeure toujours négative en 2023 et sur notre période de projection (2024-2026). En revanche, la dette nette ajustée telle que calculée par EthiFinance Ratings (intégrant notamment les avantages auprès des salariés) s'élevait à €37m à fin 2023 (vs -€206m à fin 2022). Notre levier net ajusté ressortait ainsi à 0.2x en 2023, un niveau toutefois excellent. Nous nous attendons à ce que le levier net ajusté reste proche de 0.0x sur notre période de projection.

### Structure de la dette

A fin 2023, la dette nette ajustée de Clarins s'élevait à €37m et se composait principalement de €116m d'engagements IFRS 16 et de €81m d'emprunts bancaires. La dette brute ajustée incluait €71m d'engagements auprès des salariés.

Clarins dispose d'un programme de NEU CP de €200m, non utilisé à fin 2023, et d'un RCF de €100m, non utilisé à cette même date.

### Liquidité

Nous considérons que Clarins possède une liquidité « supérieure » traduisant à la fois un profil financier très solide et un haut niveau de liquidité. En effet, la liquidité du groupe est très confortable avec une trésorerie au bilan permettant de couvrir la dette publiée.

## Perspectives d'évolution des ratios de crédit (CMEÉ)

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

## Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers. millions d'EUR				
	FY21	FY22	FY23	23vs22
Chiffre d'affaires	1 485	1 629	1 678	3,0%
EBITDA	180	194	183	-5,6%
Marge d'EBITDA	12,1%	11,9%	10,9%	-1,0pp
EBIT	112	117	105	-10,0%
Marge d'EBIT	7,6%	7,2%	6,3%	-0,9pp
Résultat avant impôts	108	111	94	-15,5%
Total Actif	2 683	2 401	2 072	-13,7%
Capitaux Propres	1 892	1 501	1 214	-19,1%
Dette Financière Totale	217	292	271	-7,1%
Dette Financière Nette	-309	-206	37	117,8%
CP/DFT	872,8%	514,4%	447,5%	-66,9pp
DFN/EBITDA	-1,7x	-1,1x	0,2x	1,3x
CAF	157	163	158	-3,5%
CAF/DFN	-51,0%	-79,3%	430,7%	510,0pp
EBITDA/Intérêts	40,7x	39,0x	31,5x	-7,5x

## Sensibilité de la notation

- Liste des notations
  - Instrument de NEU CP : EF1+

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- Facteurs positifs (↑)

Clarins bénéficie déjà de la plus haute notation court terme.

- Facteurs négatifs (↓)

Une baisse de la notation à EF1 serait possible en cas de dégradation significative de la note long terme de référence. Une telle évolution se traduirait par une forte dégradation du profil financier du groupe, notamment au travers d'une hausse durable du levier net ajusté à 2.0x en moyenne, ce qui paraît peu probable dans le contexte actuel.

## Sources of information

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

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

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

## Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
  - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

### Conditions of Use for this document and its content:

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

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

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

damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail [dpo@ethifinance.com](mailto:dpo@ethifinance.com). Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid