

Company: [Exacompta Clairefontaine](#)

Sector: [Pulp & Paper](#)



Neu CP Rating

EF2

Action de notation et justification

Suite à l'actualisation de notre méthodologie, EthiFinance Ratings a revu et a augmenté d'un cran la notation d'Exacompta Clairefontaine à EF2. Cette amélioration provient de la révision de notre perspective d'évolution des ratios de crédit (CMEE) que nous changeons à Stable (contre négative). L'instrument de NEU CP de €125m bénéficie également d'une notation de EF2, en lien avec la notation court-terme de l'émetteur.

Conformément à notre méthodologie révisée, le secteur du papier est rattaché à l'industrie des matériaux et produits chimiques sur notre heatmap et présente un risque ESG élevé (score de la heatmap compris entre 4.0 et 5.0), ce qui contraint notre évaluation du profil de risque du secteur. En outre, notre évaluation de la politique ESG de la société fait ressortir un score neutre (score compris entre 1 et 4). Notre notation a donc été impactée par la prise en compte des critères ESG liés au secteur.

Description de l'émetteur

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

A fin 2021, le chiffre d'affaires du groupe s'élève de €727m pour un EBE de €75.9m et un levier net ajusté de 1.2x. Le ratio de levier net ajusté calculé par EthiFinance Ratings est le rapport entre la dette nette ajustée (incluant les engagements pour avantages du personnel et un retraitement des engagements locatifs avant 2019, sur une méthode de calcul proche des retraitements IFRS 16) et l'EBE publié par le groupe (ajusté des charges locatives avant 2019). Il convient de noter que la variation saisonnière du BFR engendre une augmentation du levier de c. 1.0x à la fin du premier semestre.

Fondamentaux

Profil d'activité

Appréciation du risque de l'industrie

- Un marché historiquement compliqué

Exacompta Clairefontaine évolue sur un marché que nous considérons comme compliqué ce

Published on 18 November 2022

Johann SCAVONE

Lead analyst

johann.scavone@ethifinance.com

qui contraint la notation. Nous notons qu'Exacompta Clairefontaine a su s'adapter à cet environnement difficile et jouer un rôle important dans la consolidation de ce marché. La complexité de ce marché se manifeste notamment par une diminution en moyenne de 3% par an de la consommation européenne de papiers d'impression et d'écriture et ce depuis 2005, sous l'influence du développement du digital. La crise sanitaire et les restrictions associées ont pesé également sur la demande, avec un marché en retrait de près de 15% en 2020 par rapport à son niveau de 2019 et de l'ordre de 7% en 2021.

L'industrie est aussi caractérisée par une volatilité des marges provenant des prix de l'énergie mais également du prix de la pâte à papier dont les cours peuvent être influencés par la demande et la croissance asiatique.

- Des barrières à l'entrée assez importantes

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

Position concurrentielle

- De solides positions sur son principal marché

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

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

- Un profil de diversification qui demeure plutôt restreint

La diversification géographique d'Exacompta Clairefontaine est encore largement dépendante de la France et de l'Europe (hors France) puisque ces zones représentent respectivement 54% et 43% des revenus de l'année 2021.

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

Gouvernance

Actionnaires et équipe dirigeante

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

Le groupe mène une politique d'investissement volontaire (avec un niveau d'investissement se situant à 5.0% de ses revenus) qui nous semble en cohérence avec les niveaux affichés dans l'industrie papetière. Ce niveau d'investissement s'accompagne d'un faible niveau de distribution de dividendes (fluctuant entre 20 et 30% du résultat net) et un levier net ajusté, tel que calculé par EthiFinance Ratings, modéré, fluctuant au-cours des dernières années entre 0.8x (2017) et 1.8x (2020), contre 1.2x à fin 2021.

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

Profil financier

Levier et génération de trésorerie

- Dans un contexte difficile, Exacompta Clairefontaine a affiché une bonne performance sur l'année 2021 avec un EBE de €75.9m contre un EBE de c. €63.0m pour les années 2019 et 2020. Par rapport à l'année 2020, l'EBE a bénéficié de la reprise de la demande, avec +10.5% d'augmentation du tonnage vendu au sein de la division de production de papier. Par rapport à l'année 2019, l'EBE a bénéficié d'un taux de marge brute supérieur.
- La performance du groupe sur le 1S2022 nous semble bonne avec une progression de la marge brute de l'ordre de 10.3% (pour un tonnage en augmentation de 11.3%) et un EBE légèrement supérieur à €36m (soit +€6m par rapport 1H2021). Le free-cash-flow est lui négatif de €90m et se trouve impacté par la variation de BFR de €101m (ou 1.2x l'EBE à fin juin 2022) traduisant l'évolution saisonnière du BFR, l'augmentation de l'activité et aussi la hausse du coût des matières premières.
- L'endettement net ajusté, tel que calculé par EthiFinance Ratings, s'établit à €183m à fin juin 2022 soit une augmentation de €9m par rapport à son niveau à fin juin 2021. Le levier net ajusté tel que calculé par EthiFinance Ratings s'établit à 2.2x à fin juin 2022. Nous nous attendons à ce que ce ratio diminue à c. 1.8x à fin 2022 et qu'il se maintienne à un niveau similaire pour les années suivantes. Ces prévisions sont soumises à certaines incertitudes notamment sur la demande, les prix de vente ainsi que les coûts des matières premières et des énergies (gaz et électricité) pour la part non couverte par des contrats préalablement négociés, ceci pouvant être accentué par les effets devises compte tenu du renforcement du dollar par rapport à l'euro.

Distribution de la dette

- La dette du groupe se compose essentiellement de prêts bancaires (49% de la dette brute), tirages sur le programme de NEU CP (20%), engagements IFRS 16 (17%), et d'un prêt actionnaires ayant une échéance au-delà de 5 ans. Environ 50% de la dette se situe au niveau des filiales opérationnelles et 50% au niveau de la maison-mère. Nous estimons le risque de subordination comme assez faible compte tenu du fait que l'organisation du groupe est simple, que la dette sur les filiales présente une concentration significative sur la société Papeteries de Clairefontaine, et eu égard à la politique financière.
- Nous notons la présence de certains covenants (testés annuellement) qui sont tous respectés au 31 décembre 2021. Il convient de noter que le groupe n'a pas eu recours au mécanisme de PGE.

Liquidité

- En termes de liquidité, le groupe possède €93m de trésorerie à fin juin 2022 et €145m de lignes de tirage qu'il peut mobiliser. Nous notons que ces lignes ont une durée initiale de 5 ans, sont contractées auprès des banques relationnelles du groupe et ont été renouvelées récemment.
- Les amortissements de dettes bancaires moyen-terme s'établissent à environ €20m par an. La variation du besoin en fonds de roulement mobilise environ €50/100m (avec un pic à fin juin) et est traditionnellement financée par la trésorerie et des tirages sur le programme de NEU CP.
- En lien avec notre méthodologie, nous estimons que le groupe possède un score de liquidité « supérieur » traduisant une bonne liquidité et un risque de refinancement satisfaisant.

Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers €m	2019	2020	2021
Chiffre d'affaires	703	690	727
EBITDA (ajusté)	63	63	76
Marge d'EBITDA	8,93%	9,11%	10,45%
EBIT (ajusté)	22	13	32
Intérêts	2	2	1
Total Actif	866	894	899
Capitaux propres ajustés	419	423	445
Dettes brute ajustée	284	318	286
Trésorerie et équivalents	179	202	193
Dettes nette ajustée	105	115	93
Capitaux propres ajustés / Dettes brute ajustée	147%	133%	156%
Dettes nette ajustée / EBITDA ajusté	1,7x	1,8x	1,2x
CAF	73	51	71
CAF / Dettes nette ajustée	70%	44%	76%
EBITDA / Intérêts	31,9x	40,6x	50,9x

Sensibilité de la notation

Liste des notations : CT et NEU CP à EF2

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

Facteurs positifs (↑).

Un rehaussement de la notation d'Exacompta Clairefontaine au niveau de EF1 nécessiterait une amélioration de la notation long-terme qui proviendrait plus certainement d'une amélioration du profil financier et donc d'une diminution du ratio de dette nette ajustée sur EBE.

Facteurs négatifs (↓).

La notation se situe dans le bas de EF2, une dégradation de notre perspective d'évolution des ratios de crédit (CMEE) à négatif ou une dégradation de notre score de liquidité à « adéquat » pourrait entraîner une baisse de la notation à EF3.

Informations réglementaires

SPRR/2022/000845/18/11/2022

LEI : 969500FNFP0ZDQXDQ440

Rapport de notation court-terme publique

Rapport d'initiation : Non

Initiation de la notation : SR3 (à présent EF3), 11 Juin 2021

Dernière action de notation : confirmation à SR3 (à présent EF3), le 18/05/2022

Nature de la notation : Notation court-terme publique sollicitée

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

Avec accès à des documents internes : Oui

Avec accès à l'équipe dirigeante : Oui

Services annexes fournis à l'entité notée : aucun

Nom du président du comité de notation : Marc Pierron, Senior Credit Analyst

Principaux documents et sources utilisés

- Rapport annuel et semestriel 2022, 2021, 2020, 2019,
- Rapport de performance extra-financière
- Discussion avec la direction financière

Limitation de l'action de notation :

EthiFinance Ratings estime que la qualité et la quantité des informations disponibles sur l'entité notée sont suffisantes pour fournir une notation.

EthiFinance Ratings n'a aucune obligation d'auditer ou de vérifier l'exactitude des données fournies.

Principales méthodologies utilisées :

<https://files.qivalio.net/documents/compliance/Corporate%20Rating%20Methodology%20-%20Short-Term%20-%2020221107.pdf>

<https://files.qivalio.net/documents/compliance/Corporate%20Rating%20Methodology%20-%20Long-Term%20-%2020221107.pdf>

Qivalio SAS

20 boulevard Eugène Deruelle

69003 Lyon

Disclaimer

ALL INFORMATION CONTAINED IN THIS COMMUNICATION IS PROTECTED BY COPYRIGHT LAW AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED, REPACKAGED, TRANSFERRED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, BY ANY PERSON WITHOUT QIVALIO'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

THIS INFORMATION IS DESTINED TO PRIVILEGED PERSONS ONLY, WHO ARE QIVALIO'S CLIENTS AND, AS SUCH, HAVE ACCEPTED AND SIGNED A CONFIDENTIALITY AGREEMENT PRIOR TO RECEIVING QIVALIO'S SERVICES. ANY UNAUTHORIZED PERSON RECEIVING THIS INFORMATION SHOULD PROMPTLY DELETE IT AND SHALL NOT, UNDER ANY CIRCUMSTANCES, MAKE ANY USE WHATSOEVER OF THIS COMMUNICATION, NOR TRANSFER IT TO ANY THIRD PERSON.

All information contained in this communication has been obtained by QIVALIO from generally accepted public sources and is believed to be accurate and reliable. QIVALIO makes no representation or warranty as to the accuracy and completeness of any such information. Under no circumstances shall QIVALIO have any liability to any person or entity for any loss or damage in whole or in part due to any error (negligent or otherwise) within or outside the control of QIVALIO or any of its directors, officers, employees or agents in connection with any such information. The credit analysis, if any, constituting part of the information contained herein, must be construed solely as statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. Each analysis or other opinion must be considered as one factor in any investment decision made by or on behalf of any recipient of the information contained in this communication, and each user must accordingly make its own study and evaluation of each security and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security that it may consider purchasing, holding or selling. NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH ANALYSIS OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY QIVALIO IN ANY FORM WHATSOEVER.