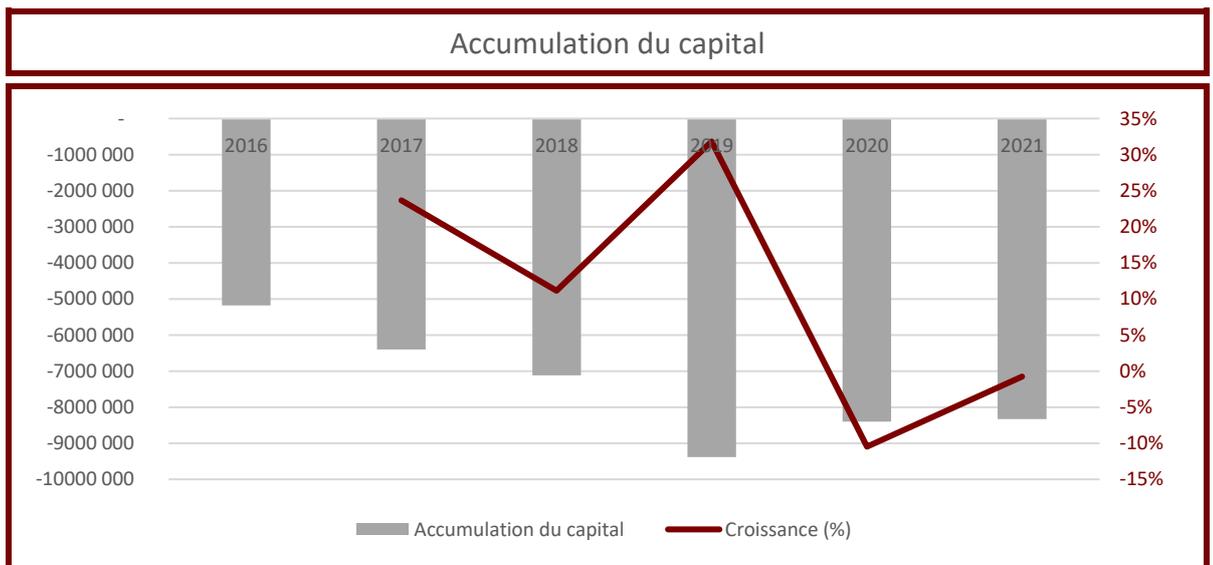


■ **THEME 2 – UNE SOUS-CAPITALISATION ET DE LOURDS ENGAGEMENTS FINANCIERS DONT LA RESTRUCTURATION SE REVELE URGENTE**

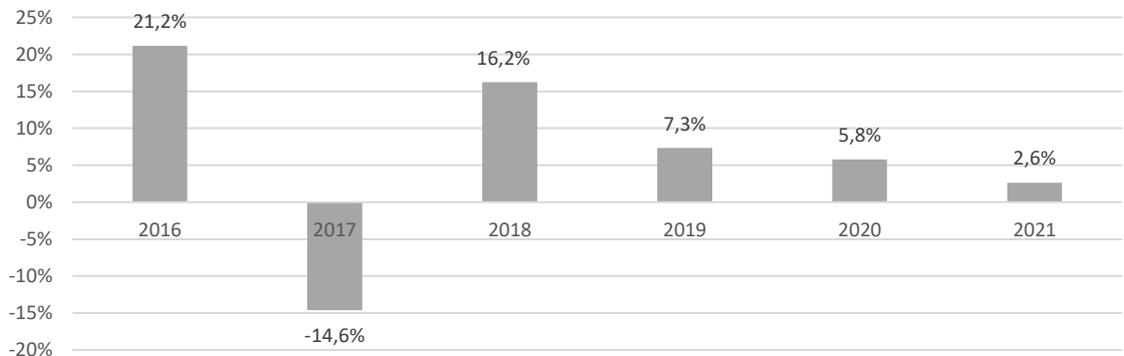
Au terme de l'exercice 2021, les états financiers de COFISAC affichent un capital social de 12,650 MTND, détenu, à hauteur de 98,8%, par M. Slim El Euch. Sur la période 2016-2021, une seule augmentation de capital a été opérée : en 2018, pour un montant de 1 MTND, après un exercice 2017 caractérisé par des capitaux propres négatifs (de 5,587 MTND) à cause de résultats reportés fortement négatifs. Cependant, cette injection de capital n'a pas été suffisante puisque les capitaux propres de la société, après s'être appréciés en 2018, ont suivi une tendance baissière jusqu'en 2021.

La mission estime que, sur la période 2017-2021, COFISAC démontre une certaine faiblesse à générer du capital et ne parvient pas à renforcer ses fonds propres à travers son activité. En effet, la société a enregistré une accumulation de capital (appréciée par les réserves, les résultats reportés et le résultat de l'exercice) en territoire négatif tout au long de la période, à cause d'une rentabilité en berne. Il est à noter que le management ne prévoit pas d'injection de fonds propres sur le court à moyen terme, mais plutôt l'intégration d'une SICAR dans le capital de COFISAC.



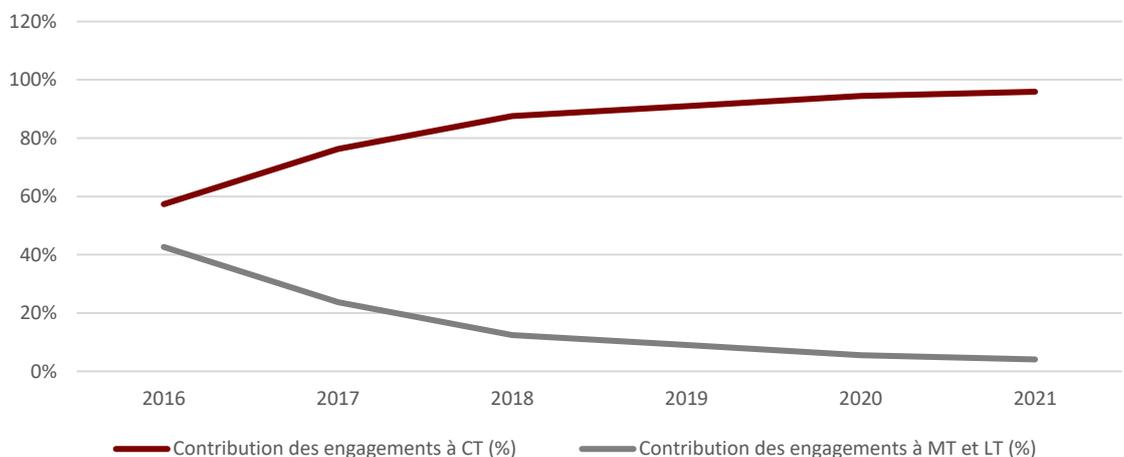
La mission de Notation a porté une attention particulière à l'analyse de la solvabilité de la société qui affiche un déséquilibre historique au niveau de sa structure bilancielle. En effet, les fonds propres de COFISAC restent à des niveaux faibles sur la période 2016-2021, représentant 21,2% du total des passifs en 2016 et suivant une trajectoire baissière jusqu'à atteindre les 2,6% en 2021. Cette dégradation du ratio de solvabilité est la résultante d'un cumul de résultats reportés négatifs sur toute la période.

Evolution du ratio de solvabilité



La structure de la dette financière de COFISAC, sur la période 2016-2021, montre une prépondérance croissante des engagements à court terme, avec une contribution qui est passée de 57,3% en 2016 à 95,9% en 2021. La mission de Notation préconise fortement le renforcement de la structure de la dette financière vers la réduction de la propension à CT, afin de bénéficier d'un effet de levier en termes de coûts et de disponibilité des ressources.

Structure de la dette financière

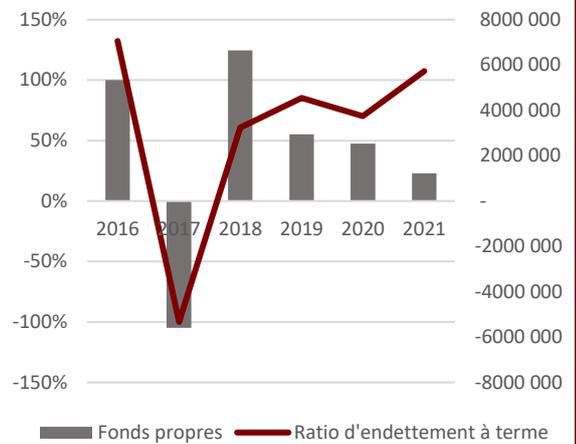


Par ailleurs, la mission juge que COFISAC trouve une certaine difficulté à couvrir sa dette à court terme par son résultat d'exploitation. Ceci se traduit par un ratio de couverture immédiate de la dette à de faibles niveaux (une moyenne de 8,1% sur la période 2016-2021), s'établissant à 9,1% en 2021. Concernant la couverture des emprunts à long terme par les fonds propres, la société affiche un ratio d'endettement à terme, à des niveaux élevés sur la période 2016-2021, témoignant de sa faible capitalisation. Les emprunts à long terme dépassent les fonds propres en 2021 (107,5%).

Evolution du ratio de couverture immédiate de la dette

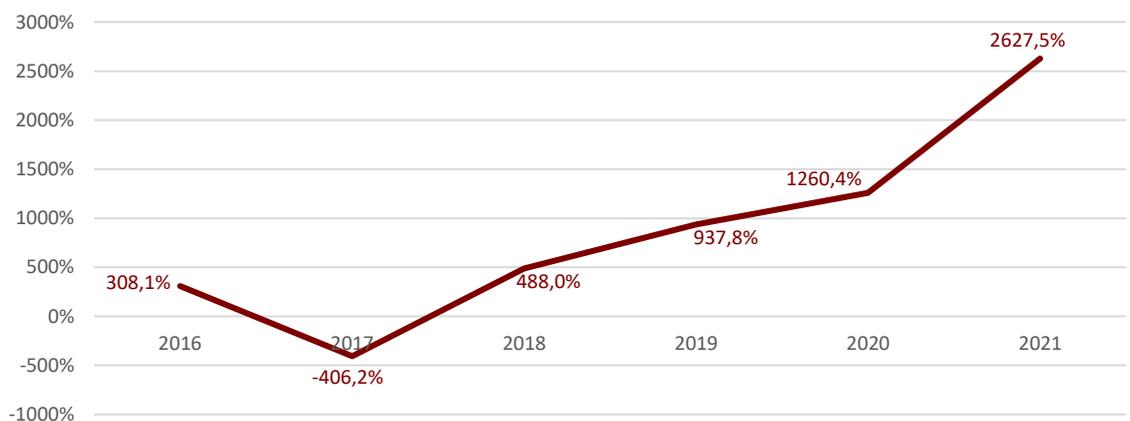


Evolution du ratio d'endettement à terme



Le gearing de COFISAC n'a cessé d'augmenter sur la période 2016-2021, atteignant les 2627,5% en 2021. Un niveau extrêmement élevé qui témoigne du recours excessif de la société à l'endettement et de l'insuffisance de ses moyens propres pour financer son activité. Ainsi, COFISAC dispose d'une marge de manœuvre très réduite en cas de besoin de financement externe.

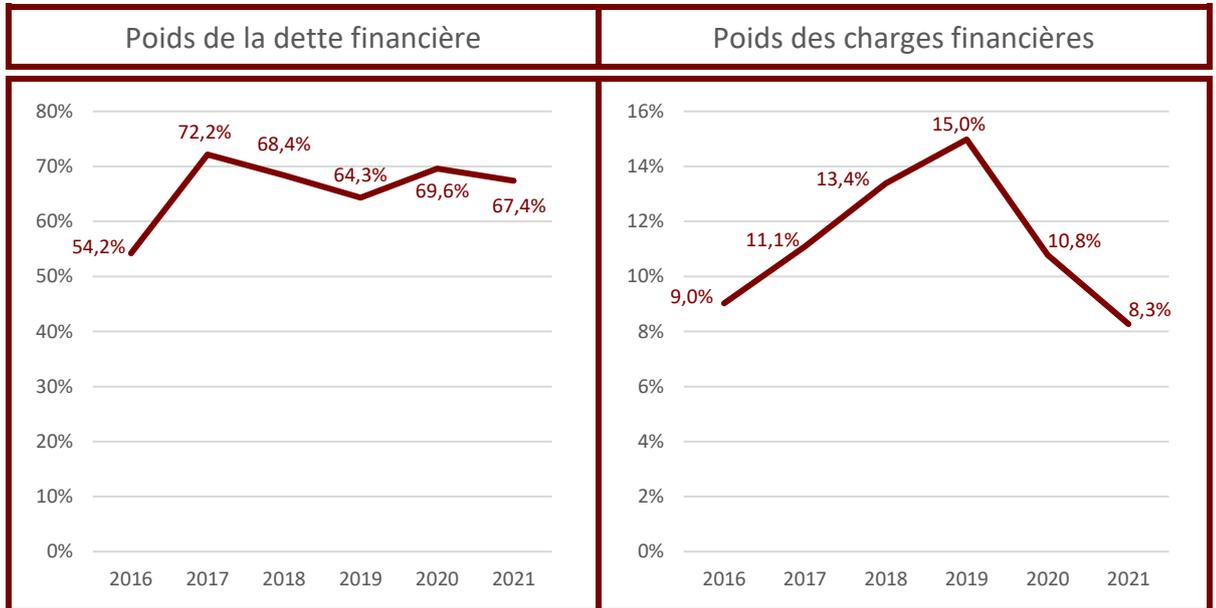
Evolution du Gearing



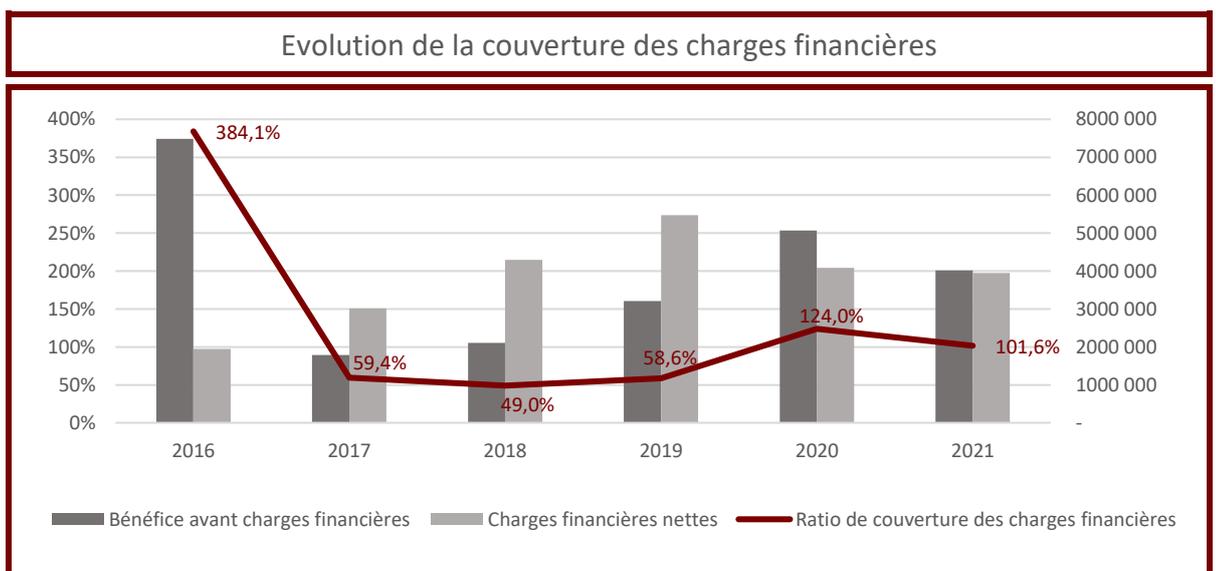
La mission de Notation met l'accent sur le fort recours de COFISAC à l'endettement pour le financement de son activité, détériorant, ainsi, l'équilibre de ses ressources. En effet, sur la période 2016-2021, le poids de la dette financière, dans le total du bilan, affiche une moyenne de 66%. S'agissant, en quasi-majorité, de dettes à court terme, cela engendre des charges financières élevées. Après avoir emprunté une trajectoire haussière sur la période 2017-2019, le poids des charges financières (par rapport aux produits d'exploitation) a baissé sur les exercices suivants pour se situer à un niveau de 8,3% en 2021 (contre 15% en 2019), notamment suite à la baisse des charges financières (une moyenne de -14,3%) et à une activité qui reste dynamique



(respectivement +3,8% et +26% en 2020 et 2021). Toutefois, cette tendance reste à surveiller sur les prochains exercices afin de déterminer sa soutenabilité.



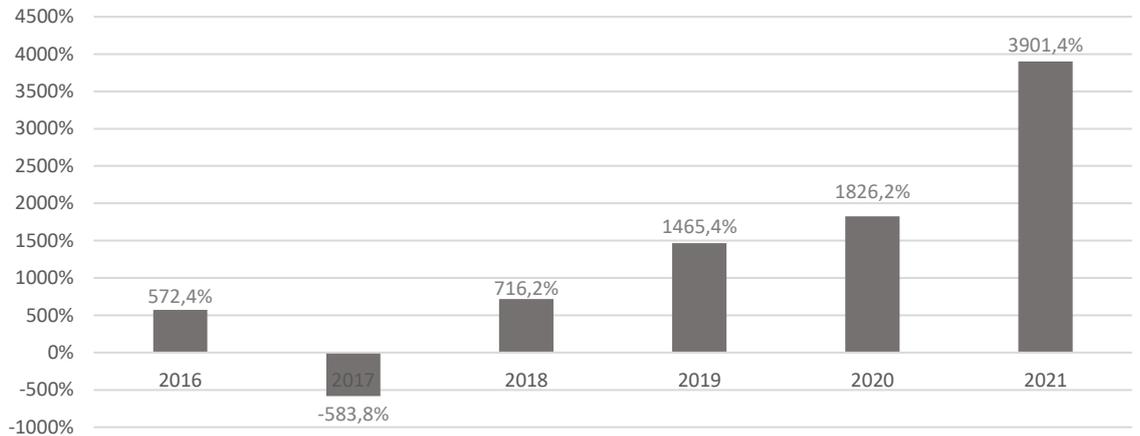
La mission note un ratio de couverture des charges financières (par le bénéfice avant impôts et charges financières) qui a baissé considérablement sur la période 2016-2018 (passant de 384,1% à 49%) et fluctuant sur les exercices suivants pour s'établir à 101,6% en 2021. Un niveau qui soulève un certain déséquilibre entre les charges financières de la société et sa rentabilité avant impôts et charges financières. Ceci est principalement dû à des coûts d'approvisionnement élevés suite à la hausse des prix de la matière première mais aussi à des coûts financiers importants au vu du fort endettement de COFISAC.



Du côté de l'actif, le ratio du levier économique de COFISAC a suivi une tendance globalement haussière sur la période 2016-2021, passant de 572,4% à 3901,4%, ce qui témoigne, encore, de la

très faible capitalisation de la société et de son emploi de ressources externes, principalement à court terme, pour le financement de son actif.

Evolution du levier économique



La mission de Notation a observé un déséquilibre de la structure financière de COFISAC tout au long de la période 2016-2021, qui dénote un certain risque sur la solvabilité de la société, caractérisée par un endettement très élevé et un faible niveau de fonds propres. Néanmoins, l'entrée potentielle d'une SICAR (prévue entre fin 2022 et début 2023) dans le capital de la société, couplée à l'entrée en exploitation de la nouvelle activité (cordage), est attendue pour renforcer ses fonds propres et, ainsi, corriger progressivement sa structure bilancielle. La mission estime que COFISAC dispose, actuellement, d'une marge de manœuvre limitée en termes de financement, qui reste tributaire de la mise en place effective du plan de restructuration prévu par le management afin d'équilibrer ses financements. La pérennisation des équilibres financiers, à moyen et à long terme, passe nécessairement par la consolidation et la stabilisation des leviers de rentabilité de la société.