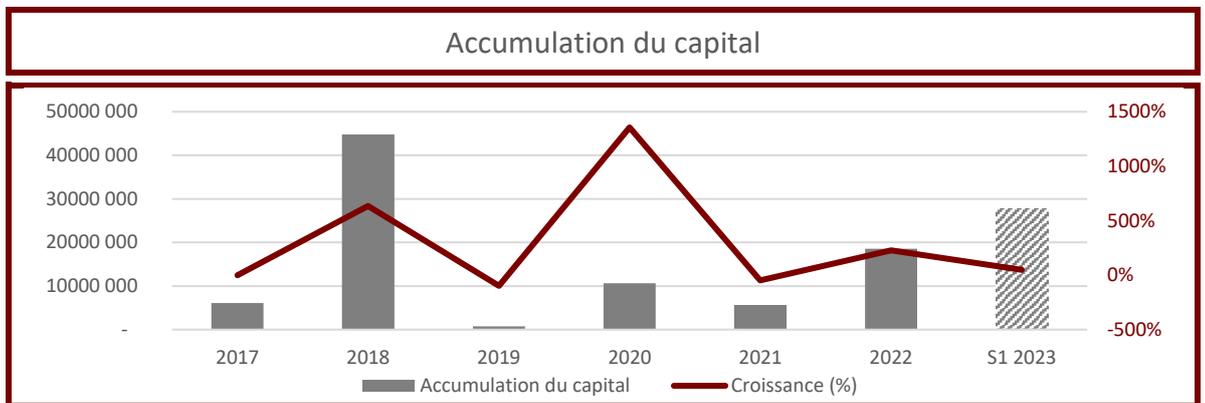


## THEME 2 – UNE STRUCTURE BILANCIELLE MARQUEE PAR UN DESEQUILIBRE DE LA STRUCTURE DU FINANCEMENT

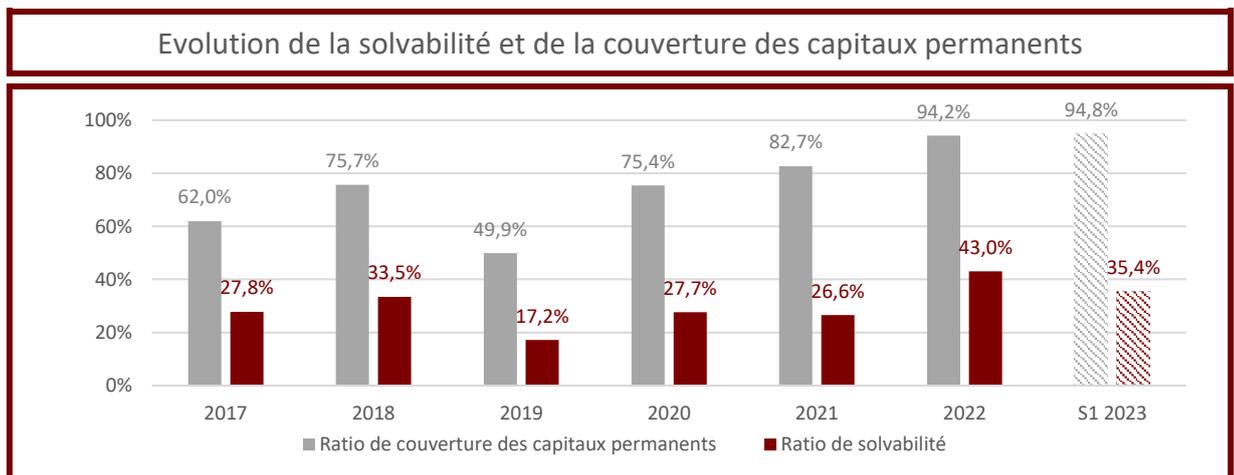
La mission estime que, sur la période 2017-2022, Carthage Grains démontre une forte capacité à générer du capital et à renforcer ses fonds propres à travers son activité. En effet, tout au long de la période, la société a pu jouir d'une accumulation de capital (appréciée par les réserves, les résultats reportés et le résultat de l'exercice) passant de 6 MTND en 2017 à 18,5 MTND en 2022. Cependant, un relâchement a été observé, principalement en raison d'un résultat d'exercice déficitaire en 2019. A partir de 2020, la société a connu une reprise significative de l'accumulation du capital, appuyée par un résultat d'exercice en hausse de plus de 300% pour atteindre 18,5 MTND en 2022.

La mission de Notation estime que la société a démontré une plus forte capacité à générer du capital lors du premier semestre 2023, contre le S1 de l'année précédente (soit un niveau de 27,7 MTND contre 25,9 MTND respectivement).



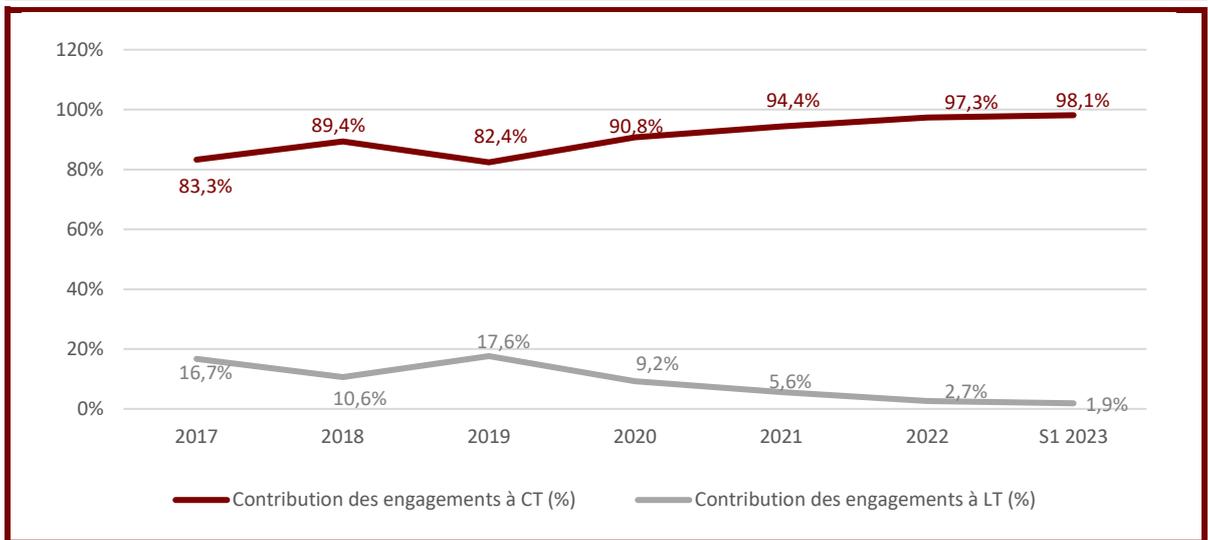
Sur la période 2017-2022, malgré une augmentation des capitaux propres et du passif, le ratio de solvabilité a connu des fluctuations, maintenant un niveau faible qui reflète une structure bilancielle fragile (en moyenne 29,3%) contre 35,4% pour le S1 2023, soit un niveau nettement inférieur au S1 2022, avec un ratio de solvabilité de 74%.

En matière de couverture des capitaux permanents par les capitaux propres, la mission a constaté une volatilité des principaux indicateurs, se situant, toutefois, à des niveaux relativement satisfaisants sur la période 2017-2022 (une moyenne de 73,3%), témoignant d'une couverture marquée des capitaux permanents par les capitaux propres de l'entreprise.



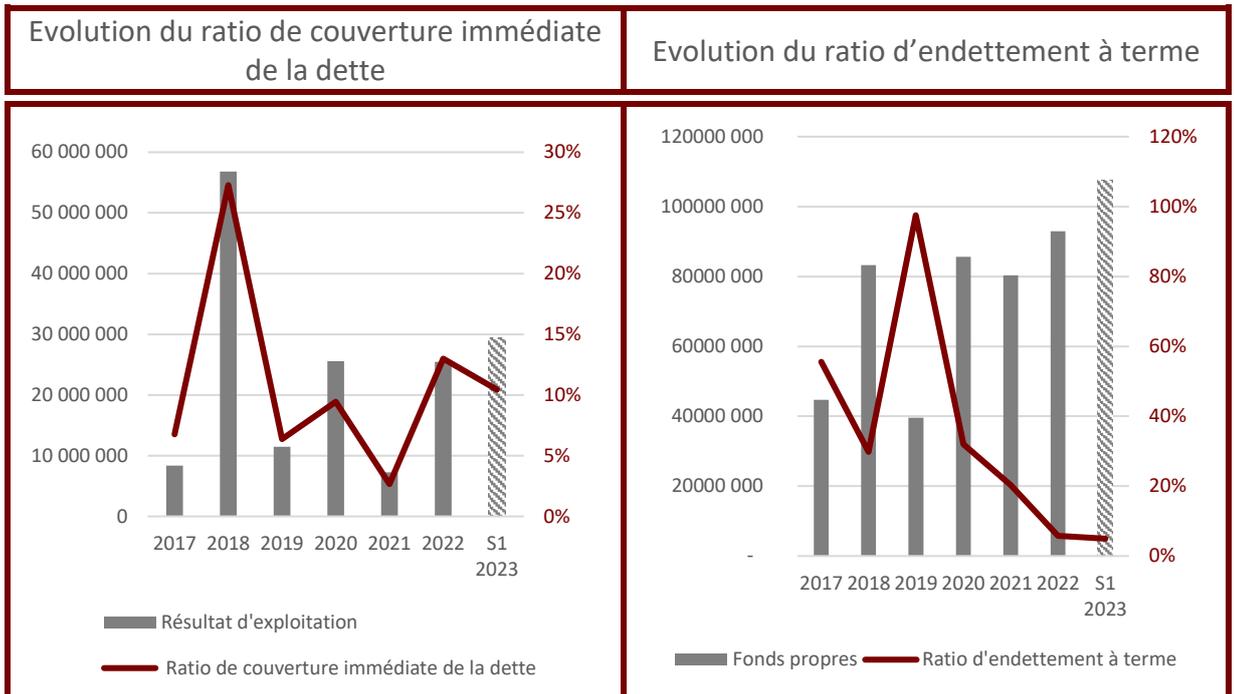
La structure de la dette financière de Carthage Grains, sur la période 2017-2022, montre un déséquilibre entre la dette à court terme et la dette à long terme, avec une contribution plus marquée de la dette à court terme dans la dette financière totale (une moyenne de 89,6% sur 2017-2022 contre une moyenne de 10,4% pour la dette à long terme). Une tendance qui se confirme pour le S1 2023, avec 98,1% d'engagement CT (contre 87% au S1 2022) et 1,9% à LT (contre 13% au premier semestre de l'année précédente). La mission de Notation préconise 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

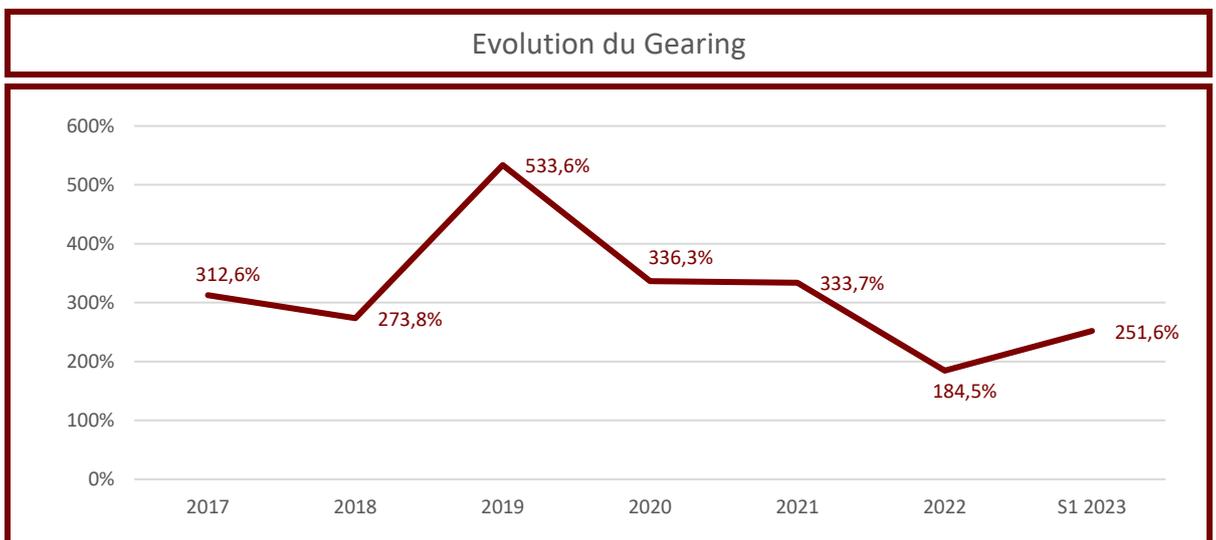


Le ratio de couverture immédiate de la dette, fluctuant sur la période 2017-2022, reste à un faible niveau, au vu de la hausse de la dette CT, couplée à une instabilité du résultat d'exploitation. Passant de 8,4 MTND en 2017 à 56,8 MTND l'année suivante, le résultat d'exploitation se stabilise à partir de 2020 (malgré une baisse en 2021). Le ratio de couverture de la dette passe de 2,6% en 2021 à 13% en 2022. Cette progression significative est attribuable à une expansion appréciable du résultat d'exploitation au cours de cette période, couplée à une diminution des concours bancaires. Cela démontre la capacité de la société à honorer ses engagements sur le court terme.

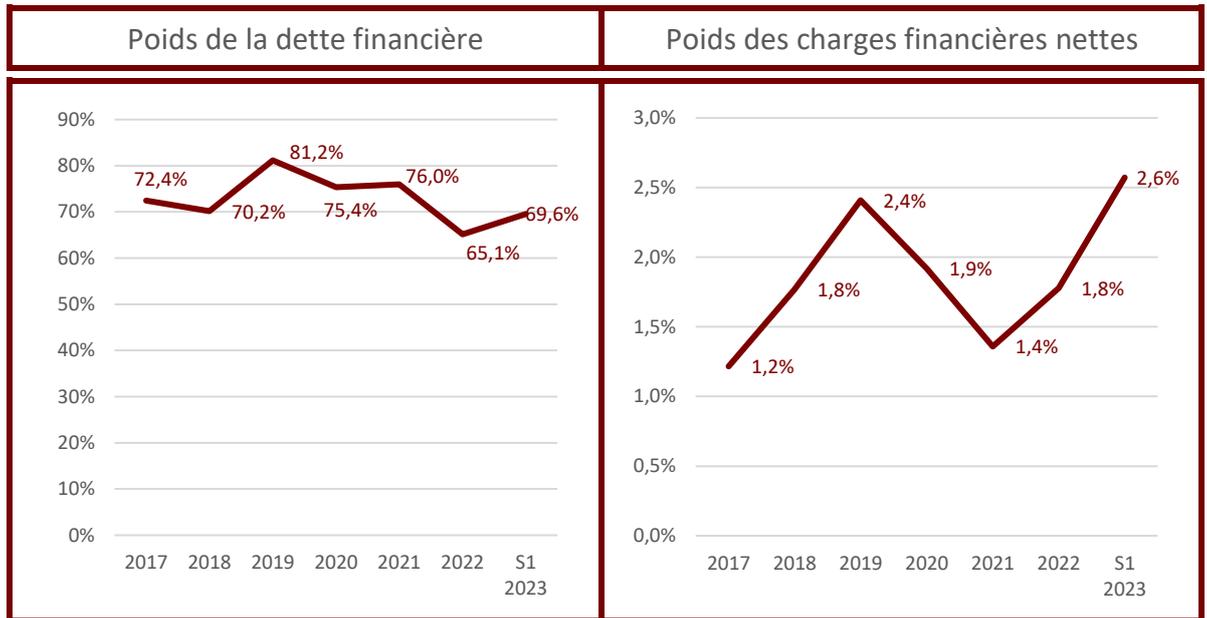
Concernant le S1 2023, la société enregistre un ratio de 10,4% (contre 23,2% au S1 2022). La mission constate une hausse appréciable du résultat d'exploitation, passant de 25,3 MTND au S1 2022 à 29,3 MTND au premier semestre de l'année suivante, principalement due à une baisse des charges d'exploitation.



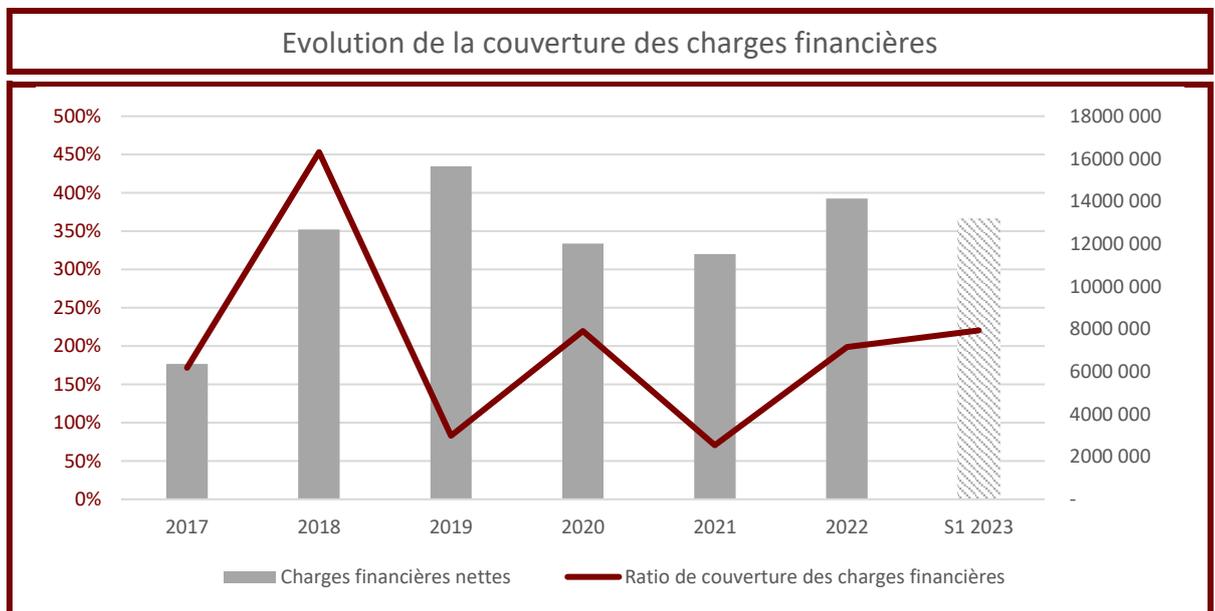
Le gearing de la société, en dépit de sa baisse sur les derniers exercices (passant de 533,6% en 2019 à 184,5% en 2022), reste à un niveau élevé, traduisant une position de trésorerie fragile, marquée par des difficultés de génération de cash. La société dispose d'une faible marge de manœuvre en cas de besoin de financement pour ses activités opérationnelles.



La mission de Notation constate que la dette financière représente en moyenne 73,4% du total bilan entre 2017 et 2022. Durant cette période, Carthage Grains présente certaines difficultés à contrôler ses charges financières nettes, qui représentent en moyenne 87,9% de son résultat d'exploitation. Ce dernier est lui-même limité en raison de la fluctuation des dépenses engendrées par l'achat d'approvisionnement.



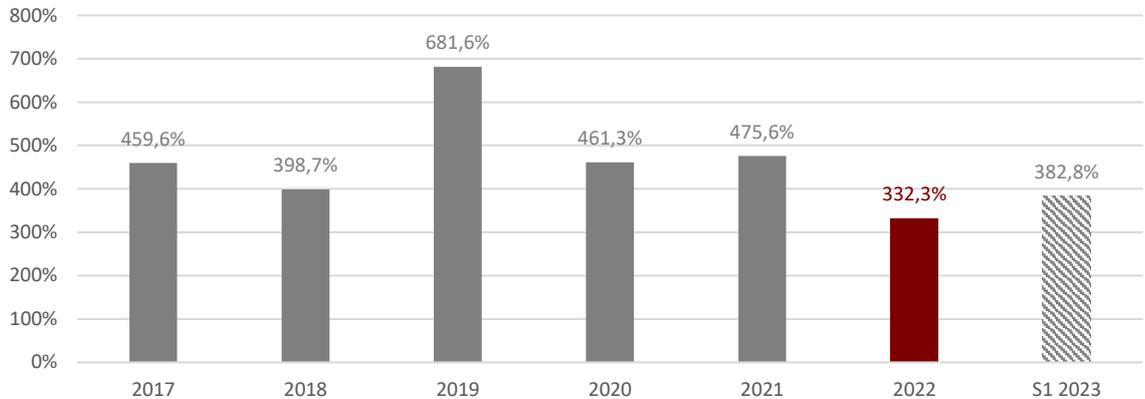
La mission note une forte augmentation du ratio de couverture des charges financières (par le bénéfice avant impôts et charges financières) entre 2017 et 2018, passant de 171,8% à 453,1%. Cependant, le ratio baisse en 2019 et 2021 (82,7% et 70,6% respectivement) pour atteindre un niveau appréciable de 198,7% en 2022. Lors du premier semestre 2023, il atteint un niveau appréciable de 220,6% (contre 414,3% au S1 2022).



Du côté de l'actif, le ratio du levier économique de Carthage Grains a suivi une trajectoire fluctuante sur la période 2017-2022, tout en restant à des niveaux plus que satisfaisants (une moyenne de 468,2% sur la même période), ce qui témoigne d'un niveau de création d'actifs en ligne avec les moyens de financement importants de la société.



## Evolution du levier économique



La mission de Notation a observé une certaine vulnérabilité, caractérisée par un déséquilibre de la structure de l'endettement ainsi qu'un faible niveau de couverture des charges de financement en cas de dégradation de la marge d'exploitation (cf. marge de trituration). La société s'endette principalement pour financer et soutenir ses activités opérationnelles, dont la marge reste fluctuante et corrélée à des paramètres exogènes à la gestion de l'entreprise. Compte tenu de son positionnement stratégique national, de son volume d'affaires, de ses initiatives de diversification et de la maturité de son cycle industriel (absence d'investissement d'ampleur à court terme), la mission juge que Carthage Grains est en mesure de répondre à ses niveaux d'exigibilité financière, sur le court terme. Toutefois, des perturbations de trésorerie peuvent se déclencher, en cas d'un décalage important, entre coût de revient et prix de vente homologué de son tourteau de soja.