



COMPTE RENDU DE NOTATION FINANCIÈRE

FONDINOR



2023

INTRODUCTION.....	3
NOTE METHODOLOGIQUE	4
PRESENTATION	9
FICHE DE NOTATION	10
FACTEURS DE NOTATION	31
DIAGNOSTIC DE NOTATION	32

Ce compte rendu a pour objet de présenter les conclusions de PBR Rating, sur la solvabilité et la qualité de la gestion financière de FONDINOR, à travers une mission d'évaluation et de Notation de sa Qualité Financière.

Une opération de Notation consiste en un diagnostic financier d'une entité économique afin d'en mesurer la qualité de signature. La Notation financière est l'expression de la solvabilité et, plus globalement, de la qualité de la gestion financière d'une entité économique. Il s'agit d'une opération d'évaluation complexe et approfondie qui se base sur de multiples critères (cf. Note Méthodologique).

Les Notations émises par PBR Rating sont représentatives des avis momentanés de PBR Rating, concernant la solvabilité des entités évaluées, notamment sur les engagements de crédits, sur les titres de créance ou sur les titres assimilables. Par risque de crédit, PBR Rating entend le risque qu'une entité ne soit pas en mesure de remplir ses obligations contractuelles et financières lorsqu'elles arrivent à échéance, ainsi que toutes pertes financières estimées en cas de défaut.

Les Notations et les avis de PBR Rating ne constituent pas et ne fournissent pas de conseils en placement ou de conseils financiers, ni des recommandations à l'achat, à la vente ou à la conservation de titres ou d'actifs. PBR Rating émet des Notations et diffuse des publications sur la base du principe que chaque investisseur procédera, avec diligence, pour chaque titre qu'il envisage d'acheter, de détenir ou de vendre, à sa propre analyse et évaluation. Les Notations et les publications de PBR Rating ne s'adressent pas aux investisseurs particuliers et il serait inapproprié pour les investisseurs de prendre une décision d'investissement sur la simple base d'une Notation.

Toutes les informations contenues dans le présent document, ainsi que les informations sources des analyses et des avis de PBR Rating, ont été obtenues par PBR Rating auprès de sources considérées comme exactes et fiables par PBR Rating. PBR Rating n'audite ni ne vérifie la véracité ou l'exactitude de ces informations, ni n'enquête sur le rapport des auditeurs, des actuaires, des experts, des consultants, etc., ni sur aucun autre rapport visant à prouver l'exactitude des informations. Si les rapports principaux tels que les rapports des auditeurs, des actuaires ou des experts contiennent des informations erronées ou trompeuses, la Notation associée aux informations utilisées peut ne pas être exacte et PBR Rating n'assume aucune responsabilité à cet égard. Toutefois PBR Rating met en œuvre toutes les mesures de nature à garantir la qualité des informations utilisées aux fins de l'attribution d'une Notation.

Dans les limites autorisées par la loi, PBR Rating et ses représentants, se dégagent de toute responsabilité envers toute personne ou entité pour toute perte et tout dommage, consécutifs ou accidentels, résultant de ou en connexion avec les informations contenues dans le présent document, ou du fait de l'utilisation ou l'incapacité d'utiliser l'une de ces informations. L'attribution d'une note à un émetteur ou un titre quelconque ne doit pas être considérée comme une garantie de l'exactitude, de l'exhaustivité ou de l'intemporalité des informations utilisées pour la Notation ou les résultats obtenus de l'utilisation de ces informations. Aucune garantie, expresse ou implicite, concernant le caractère exact, opportun, complet, commercialisable ou adapté à un usage particulier de toute Notation ou opinion ou autre information n'est donnée ou faite par PBR Rating sous quelque forme ou manière que ce soit.

Toutes les informations contenues dans le présent document sont protégées par la loi, notamment par la loi relative au droit d'auteur, et aucune de ces informations ne peut être copiée ou reproduite, reformatée, retransmise, transférée, diffusée, redistribuée ou revendue de quelque manière que ce soit, ni stockée en vue d'une utilisation ultérieure à l'une de ces fins, en totalité ou en partie, sous quelque forme ou manière que ce soit et par quiconque, sans l'autorisation écrite préalable de PBR Rating.

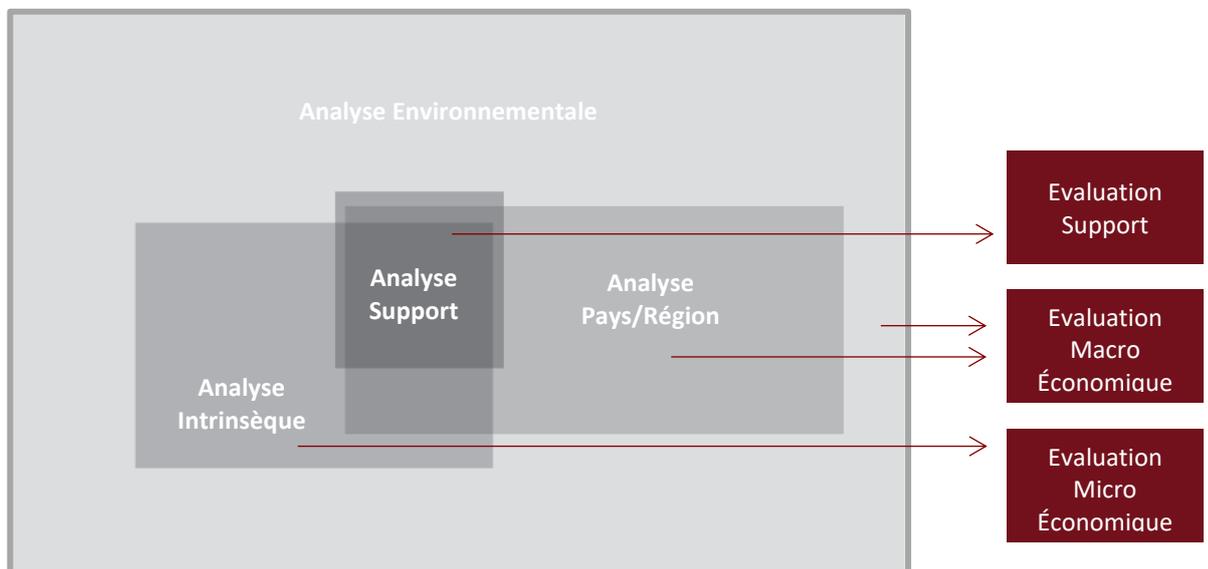
Ce rapport reste sous le sceau de la confidentialité qui régit la collaboration entre PBR Rating et FONDINOR. Aucune des deux parties précédemment citées ne peut divulguer, une partie ou la totalité, des informations contenues dans ce rapport sans l'accord explicite de l'autre partie.



PROCESSUS DE NOTATION

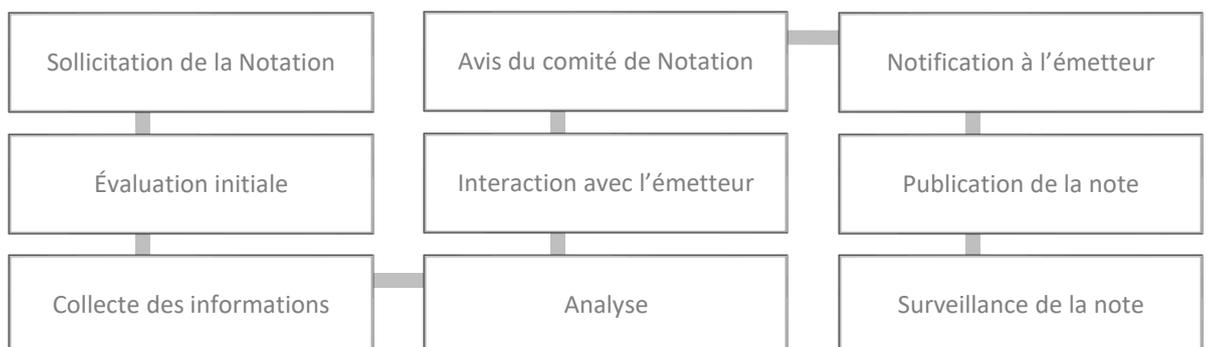
Le système de Notation PBR Rating est basé sur une évaluation multidimensionnelle, opérée sur trois domaines distincts, à travers trois axes temporels :

- Evaluation Microéconomique :
Evaluation interne de l'entité objet de la mission de Notation, à travers un diagnostic approfondi de ses forces et de ses faiblesses, en matière de gestion financière.
- Evaluation Macroéconomique :
Evaluation des facteurs exogènes pertinents et des relations externes de l'entité objet de la mission de Notation, à travers une appréciation fondamentale des opportunités et des menaces impactant la gestion financière de ladite entité.
- Evaluation support :
Evaluation de l'impact d'un éventuel soutien financier externe que peut solliciter et recevoir l'entité objet de la mission de Notation, en cas de difficultés économiques, afin de répondre favorablement à ses obligations financières.



Le processus de Notation PBR Rating représente un ensemble d'étapes et de sous-process, qui trace le cheminement standard d'un dossier de Notation de l'étape initiale (sollicitation de la note) jusqu'à l'étape finale (surveillance de la note).

La procédure globale de Notation PBR Rating, avec l'ensemble des sous-process, se présente comme suit :



La mise en place de cette procédure de Notation chez PBR Rating obéit à trois principes majeurs :

- L'objectivité et l'ancrage scientifique des évaluations et des Notations émises
- L'indépendance des travaux d'évaluation et de Notation
- La maximisation de la valeur ajoutée pour le bénéficiaire de la mission de Notation

Afin de valider l'efficacité opérationnelle du processus de Notation PBR Rating, quatre comités, sous la surveillance du conseil d'administration, ont été constitués :

- Comité scientifique :
Comité indépendant, regroupant un grand nombre d'experts financiers. Le rôle du comité scientifique est d'actualiser et de valider les procédures et les schémas techniques de Notation PBR Rating. Le comité scientifique a aussi comme prérogative le contrôle opérationnel des dossiers de Notation.
- Comité technique :
Comité au sein de la direction technique PBR Rating, regroupant les équipes d'analyse et d'évaluation des dossiers de Notation.
- Comité de contrôle qualité :
Comité au sein de la direction technique PBR Rating, ayant pour rôle de garantir la qualité des évaluations et des publications PBR Rating.
- Comités de Notation :
Comités indépendants, regroupant des experts financiers et fonctionnels par secteur d'activité, chargés de valider l'évaluation technique et les notations émises par PBR Rating.

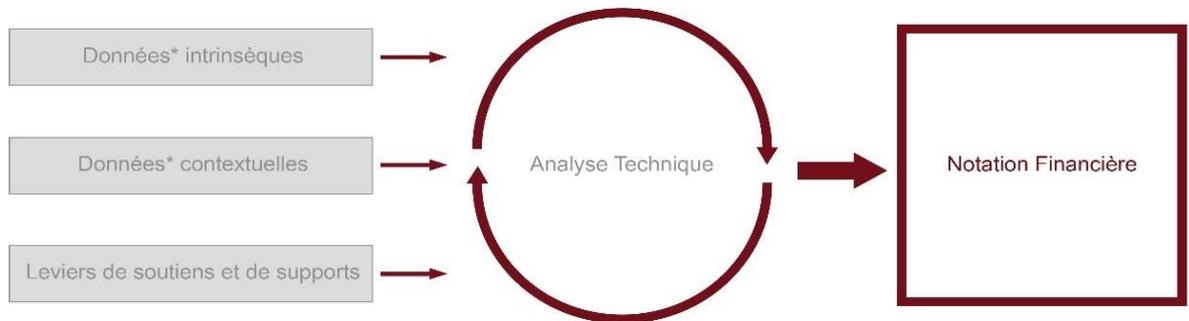
Dans le cadre du processus global de Notation PBR Rating, le sous-process d'analyse revêt une importance majeure dans la constitution des dossiers de Notation. Il englobe l'ensemble des phases techniques de collecte et de traitement des informations, puis les phases d'analyse, ensuite les phases de rédaction et, enfin, les phases de contrôle et de publication.



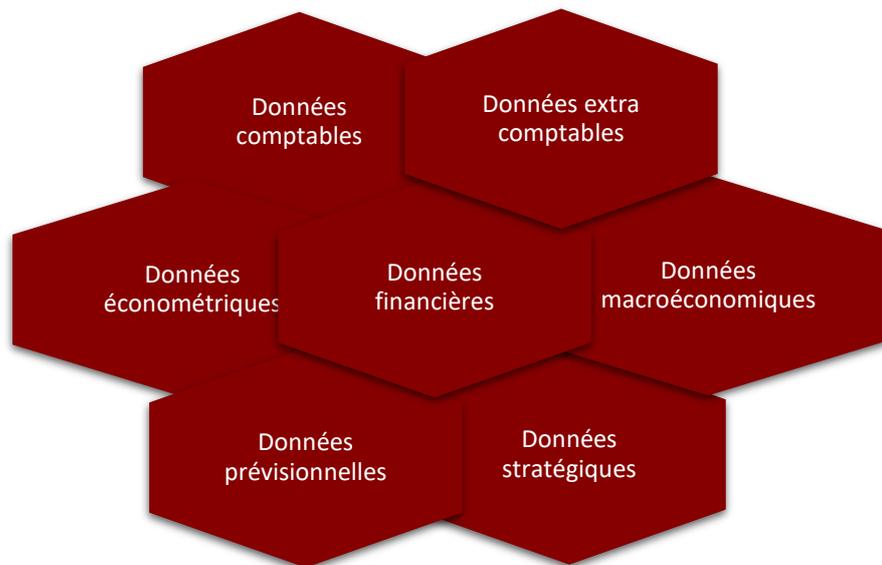


DONNEES DE BASE POUR L'EVALUATION

Le système de Notation est une procédure complexe, visant à collecter, retraiter, analyser et présenter un ensemble d'informations complexes, hétérogènes et multidimensionnelles sous la forme d'une évaluation globale.



La Notation financière dépend de plusieurs facteurs quantitatifs et qualitatifs. Ces facteurs comprennent les fondamentaux globaux de gestion de l'émetteur /du produit financier et sa capacité de création de valeur économique, ainsi qu'une analyse de son environnement, sur les exercices précédents, ainsi qu'à travers une projection objective et justifiée de ces paramètres à moyen et à long terme.



La collecte des informations se fait à travers cinq modalités :

- Documentation technique, procédurale et financière
- Questionnaires et demandes d'information spécifique
- Réunions de travail (individuelles ou en focus groupe)
- Etudes sectorielles
- Evaluation et analyses externes



SCHEMA DE NOTATION

Le schéma de Notation PBR Rating représente la cartographie analytique de l'ensemble des facteurs de Notation. Il s'agit d'un modèle d'analyse séquentiel, axé sur le profil idiosyncratique de l'entité objet de la mission de Notation, à travers une majorité d'instruments et de modèles quantitatifs.

Le schéma de Notation PBR Rating comporte un ensemble de strates :

- 3 axes
- 12 thèmes
- 57 sous-thèmes
- 184 Agrégats



RECAPITULATIF DE LA CARTOGRAPHIE ANALYTIQUE

Analyse Micro	Rang	Thèmes
	Th1	Position commerciale
	Th2	Structure financière
	Th3	Résilience face aux risques
	Th4	Gestion des liquidités
	Th5	Rentabilité & Performance
	Th6	Efficiency organisationnelle
Analyse Macro	Rang	Thèmes
	Th1	Cadre réglementaire
	Th2	Cadre économique
	Th3	Gouvernance et système politique
Analyse Support	Rang	Thèmes
	Th1	Support gouvernemental
	Th2	Support économique

DETERMINATION DE LA NOTE

Chaque élément constitutif de la cartographie analytique PBR Rating (axes, thèmes, sous-thèmes et instruments) est doté d'une pondération individuelle ainsi que d'un référentiel sectoriel d'interprétation afin de déterminer un niveau objectif de conformité pour chaque élément.

L'agrégation pondérée des évaluations de l'ensemble des éléments de la cartographie, permet de définir un score de Notation à transposer dans la grille de Notation PBR Rating, selon la procédure dédiée :

1. Détermination de la position intrinsèque (primary position) de l'entité objet de la mission de Notation
2. Evaluation de l'impact environnemental
3. Détermination du S.A.C.P. (Stand Alone Credit Profile)
4. Evaluation de l'impact des différents supports externes sur l'émetteur
5. Détermination du ICR (Issuer Credit Rating) préliminaire N1 (PICR N1)
6. Evaluation de l'impact des facteurs secondaires de Notation
7. Détermination du ICR préliminaire N2 (PICR N2)
8. Evaluation de l'ICR N2 avec le module Stress Test
9. Ajustement de l'ICR N2
10. Validation de l'ICR final avec Perspective et Délai de Surveillance

GRILLE DE NOTATION

	NOTE		SCORE	INTERPRETATION	CATEGORIE	
	CT	LT				
Catégorie d'investissement	A1+	AAA	950→1000	Meilleure signature, risque quasi nul	Signature de première Qualité	C1
		AA+	900→950	Très bonne signature, émetteur très fiable	Signature de haute Qualité	C2
		AA	850→900			
	A1	AA-	800→850	Bonne signature, un risque réduit peut être présent dans certaines circonstances	Signature de Qualité appréciable	C3
		A+	750→800			
	A2	A	700→750	Solvabilité moyenne supérieure	Signature de Qualité moyenne	C4
		A-	650→700			
	A3	BBB+	600→650	Solvabilité moyenne	Signature spéculative	C5
		BBB	550→600			
		BBB-	500→550			
BB+		450→500				
Catégorie de spéculation	B	BB	400→450	Probabilité de remboursement incertaine, risque assez fort	Signature très spéculative	C6
		BB-	350→400			
		B+	300→350			
	C	B	250→300	Solvabilité compromise, risque fondamental	Signature ultra spéculative	C7
		B-	200→250			
		CCC	150→200			
D	CC	100→150	Défaut sélectif	Risque de défaut avec espoir relatif de recouvrement	C8	
	C	50→100				
D	RD	0→50	Défaut	Risque de défaut avéré	C9	
	D	< 0				



FICHE DE NOTATION

FONDINOR

Dénomination officielle



Informations clés

Pays	Tunisie
Produits d'exploitation	37 861 462 TND (2022)
EBITDA ajusté	11 368 938 TND (2022)
Résultat d'exploitation	5 691 399 TND (2022)
Résultat Net	745 056 TND (2022)
Capitaux propres	20 313 249 TND (2022)
Total actifs	100 221 348 TND (2022)
Président du Conseil	Monsieur Sadri Mokhtar
Directeur Général	Monsieur Hatem Garbouj

Mission

Notation	Qualité Financière
Type de mission	Notation initiale
Exercice	2023
N° dossier	23.01.01
Représentant	Monsieur Ahmed Merghni Monsieur Mohamed Hamrouni
NOTATION	A- (Tun), avec perspective positive

■ **THEME 1 – UNE ACTIVITE EN ESSOR, SOUTENUE SUR LA FORTE DEMANDE DU MARCHE EUROPEEN**

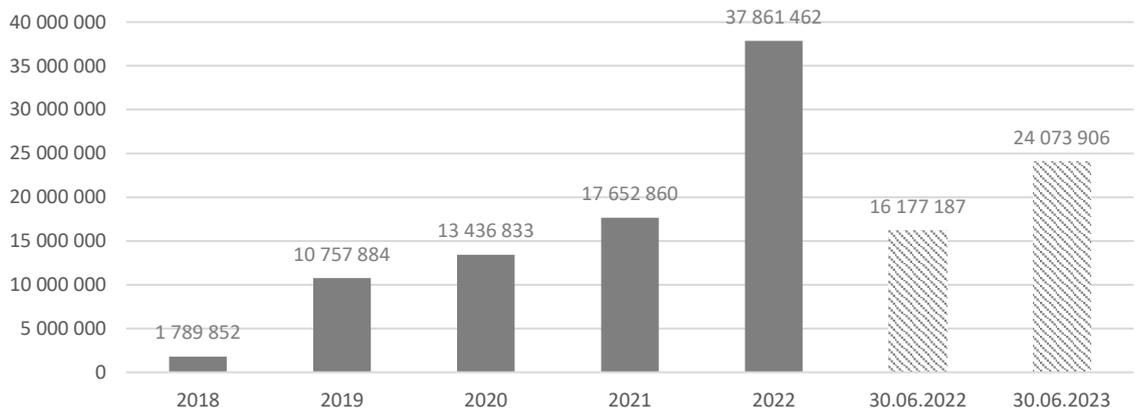
FONDINOR est une société anonyme tunisienne créée en juin 2010 sous le nom de SACINOR, exclusivement orientée vers l'exportation et régie par le code d'encouragement des investissements. En juin 2014, lors d'une Assemblée Générale Extraordinaire, la décision a été prise de changer le nom de la société de "SACINOR" à "FONDINOR". FONDINOR appartient au groupe Mokhtar, un acteur majeur de l'industrie tunisienne.

Située à Bir Mcherga, dans le gouvernorat de Zaghouan, FONDINOR n'est entrée en activité qu'en 2018, elle se spécialise dans l'exportation de pièces moulées en fonte vers l'Europe. La société a développé une expérience reconnue dans le secteur de la métallurgie, notamment dans le domaine automobile ; secteur aux normes rigoureuses en matière de qualité, de quantité et de délais de livraison.

Le volume d'activité de FONDINOR, en termes de chiffre d'affaires, a connu une tendance haussière appréciable au fil des années, passant de 1,790 MTND en 2018 à 37,811 MTND en 2022. Le dernier exercice clos a été marqué par un bond de 114,5%, après quelques années de mise en place industrielle et commerciale.

Les perspectives de croissance s'annoncent positives pour l'exercice 2023, avec un chiffre d'affaires en augmentation de 48,8% en rythme annuel au S1 2023, s'élevant à 24,074 MTND.

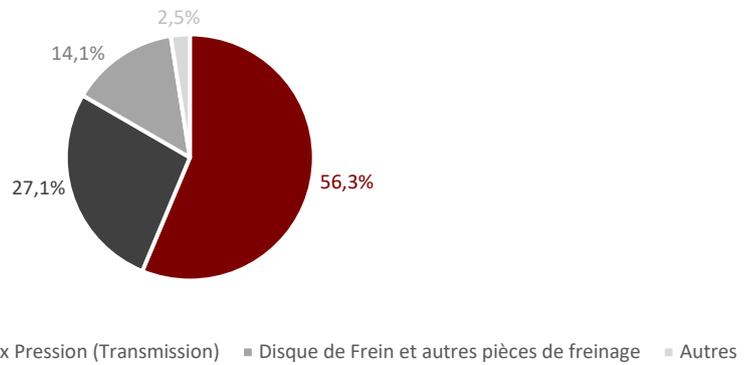
Evolution du chiffre d'affaires



La majeure partie des revenus de FONDINOR découle de trois gammes de produits. En tête, le Volant Moteur prédomine, se positionnant en tant qu'activité principale et contribuant à hauteur de 56,3% au chiffre d'affaires. Ensuite, viennent les Plateaux Pression ainsi que les Disques de Frein et autres pièces de freinage, représentant respectivement 27,1% et 14,1% du chiffre d'affaires de 2022. Enfin, les autres produits contribuent à hauteur de 2,5%.



Répartition des revenus par gamme de produit (2022)



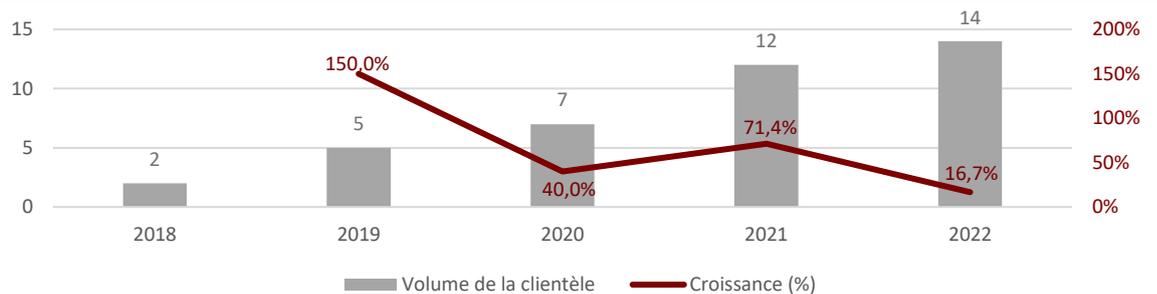
La mission de Notation constate que la totalité des ventes de FONDINOR se concentre sur le marché étranger, en adéquation avec sa vocation de structure totalement exportatrice.

Répartition des revenus par marché (2022)



La mission a noté une augmentation continue du volume de la clientèle sur la période 2018-2022, à un rythme de 69,5% en moyenne, grâce à une stratégie de diversification des produits. De ce fait, le nombre de clients de FONDINOR est passé de 2 en 2018 à 14 en 2022. Il est à noter que la société a une clientèle de renom, telle que Valeo et SATA.

Evolution du volume de la clientèle



FONDINOR, en tant que société récemment établie, a enregistré une croissance significative de son volume d'activité au fil du temps. Son positionnement commercial lui permet d'envisager d'importantes potentialités en matière de vente, comme en témoigne la rapide diversification de ses produits et de ses clients. Bien que ses produits soient majoritairement orientés vers le secteur automobile, la mission de Notation juge le risque de concentration maîtrisé, à date, compte tenu de la profondeur du marché et de la solvabilité des parties prenantes. Toutefois, la mission recommande le ciblage d'autres marchés à moyen terme, afin d'annihiler le risque et les impacts d'une crise systémique du secteur automobile mondial.

THEME 2 – UNE AMELIORATION DE LA STRUCTURE BILANCIELLE FACE AUX ENGAGEMENTS FINANCIERS

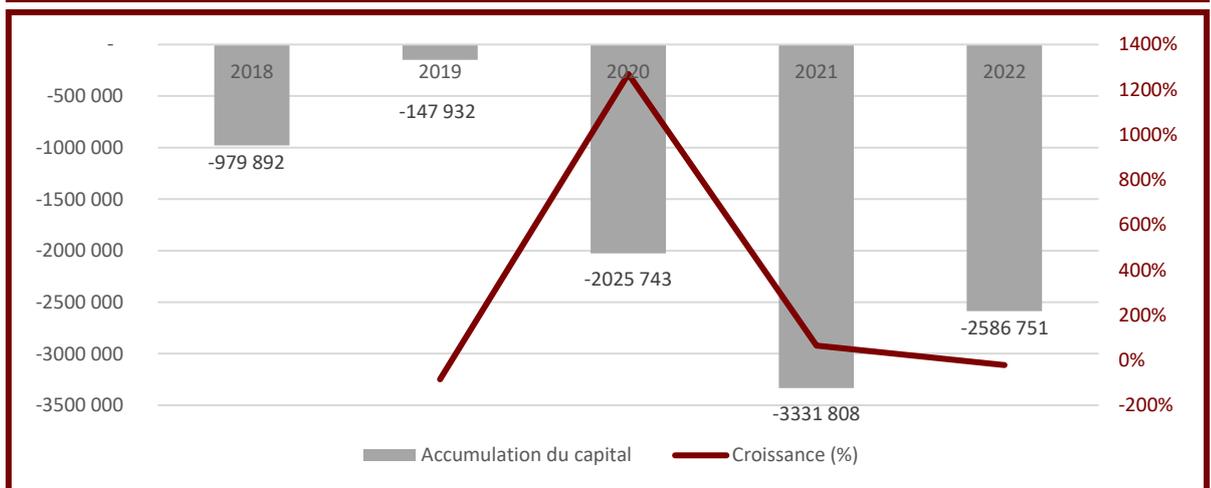
Au terme de l'exercice 2022, les états financiers de FONDINOR affichent un capital social s'élevant à 22,600 MTND, détenu principalement, à travers des participations directes et indirectes, par la famille Mokhtar.

La mission estime que, sur la période 2018-2022, FONDINOR a montré une certaine déficience dans sa capacité à générer du capital et à renforcer ses fonds propres à travers son activité. En effet, au cours de cette période, l'accumulation du capital (appréciée par les réserves, les résultats reportés et le résultat de l'exercice) a régressé, passant de -0,980 MTND en 2018 à -2,587 MTND en 2022.

Cependant, en novembre 2023, FONDINOR a rétabli l'équilibre de sa structure financière grâce à une augmentation de capital de 17 MTND. Cette initiative vise à consolider les fonds propres de la société, permettant, ainsi, aux ressources stables de couvrir les emplois stables. En renforçant ses fonds propres, la société peut améliorer sa capacité à faire face à ses obligations financières à court terme, réduisant, ainsi, le déséquilibre dans sa structure financière. Cette démarche contribuera à établir une assise plus robuste pour la société, améliorant sa stabilité financière et réduisant sa dépendance vis-à-vis des financements externes à court terme.

La première phase de cette stratégie implique une augmentation de capital de 5 MTND pour soutenir l'activité et régler les dettes fournisseurs nécessaires à l'exploitation. Dans la deuxième phase, une augmentation de capital de 12 MTND sera dédiée au remboursement des impayés et des dépassements des quotas bancaires, permettant, ainsi, à la société de rééquilibrer sa situation financière et de réduire les charges d'intérêts qui représentaient 13% du chiffre d'affaires en 2022.

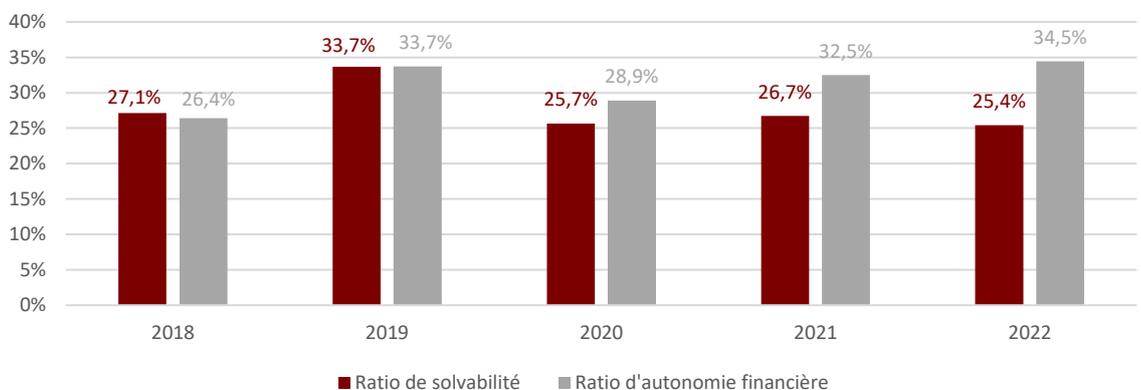
Accumulation du capital



Sur la période 2018-2022, FONDINOR affiche un ratio de solvabilité relativement faible, avec une moyenne de 27,7%. Cela reflète une structure bilancielle trop orientée vers les ressources externes. Ces faibles niveaux de solvabilité résultent de l'accumulation de pertes au cours de cette période.

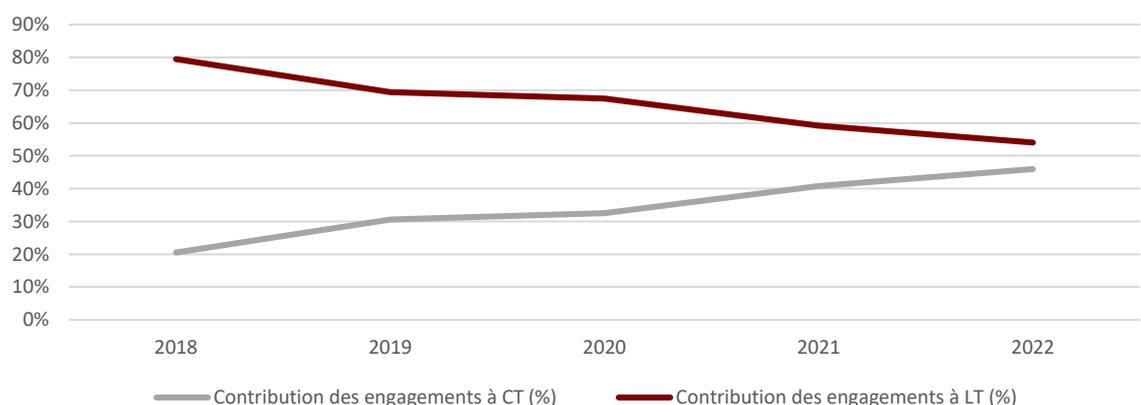
En matière d'autonomie financière, la mission a constaté une stabilisation des principaux indicateurs à des niveaux relativement bas sur la période 2018-2022 (une moyenne de 31,2%) mais en progression sur le dernier exercice, témoignant d'une couverture limitée des capitaux permanents de la société par ses fonds propres. Il convient de noter que FONDINOR a fait face à des défis significatifs depuis le début de son activité en 2018, notamment la crise du COVID-19 et la crise des semi-conducteurs qui a touché de plein fouet le secteur automobile mondial.

Evolution de la solvabilité et de l'autonomie financière



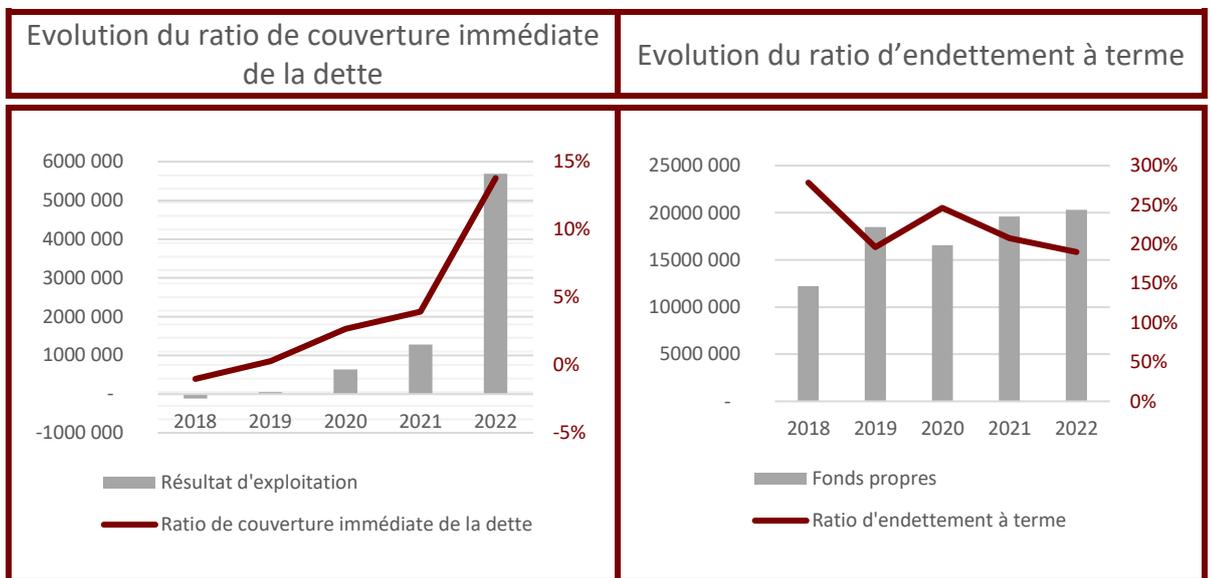
La structure de la dette financière de FONDINOR, sur la période 2018-2022, montre une prépondérance croissante des engagements à court terme, passant d'une contribution de 20,5% en 2018 à 46% en 2022, ainsi qu'une prépondérance décroissante des engagements à moyen et long terme, passant de 79,5% à 54% sur la même période. Cette dynamique reflète une mutation stratégique au sein de FONDINOR, avec un rééquilibrage des modalités d'endettement, avec des besoins d'exploitation qui prennent le pas sur les velléités d'investissement.

Structure de la dette

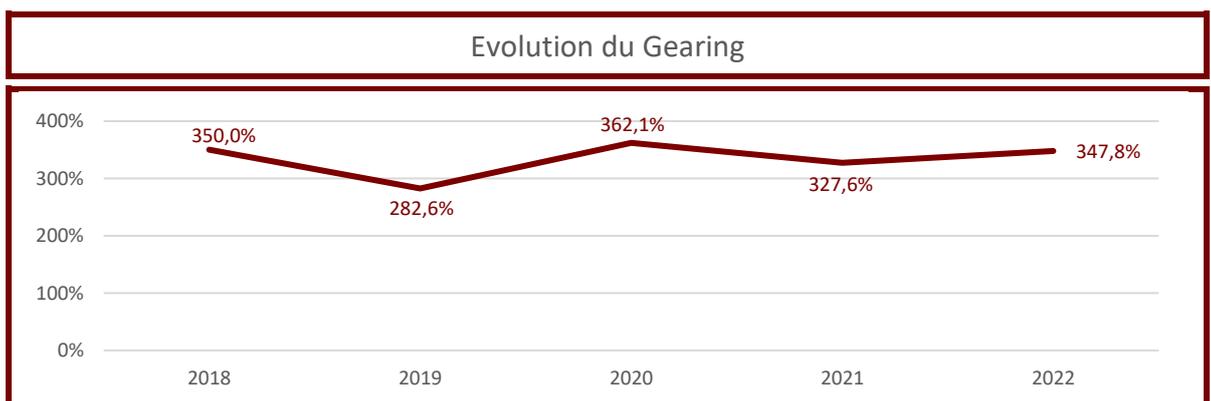


Par ailleurs, au cours de la période 2018-2022, la mission juge que FONDINOR démontre une capacité à couvrir ses dettes à court terme grâce à l'augmentation du résultat d'exploitation. Le ratio de couverture immédiate de la dette a atteint un niveau de 13,8%, marquant, ainsi, une nette amélioration par rapport à -1% affiché en 2018. Bien que ce niveau demeure relativement faible, il indique une tendance positive vers une gestion plus efficace des échéances financières à court terme.

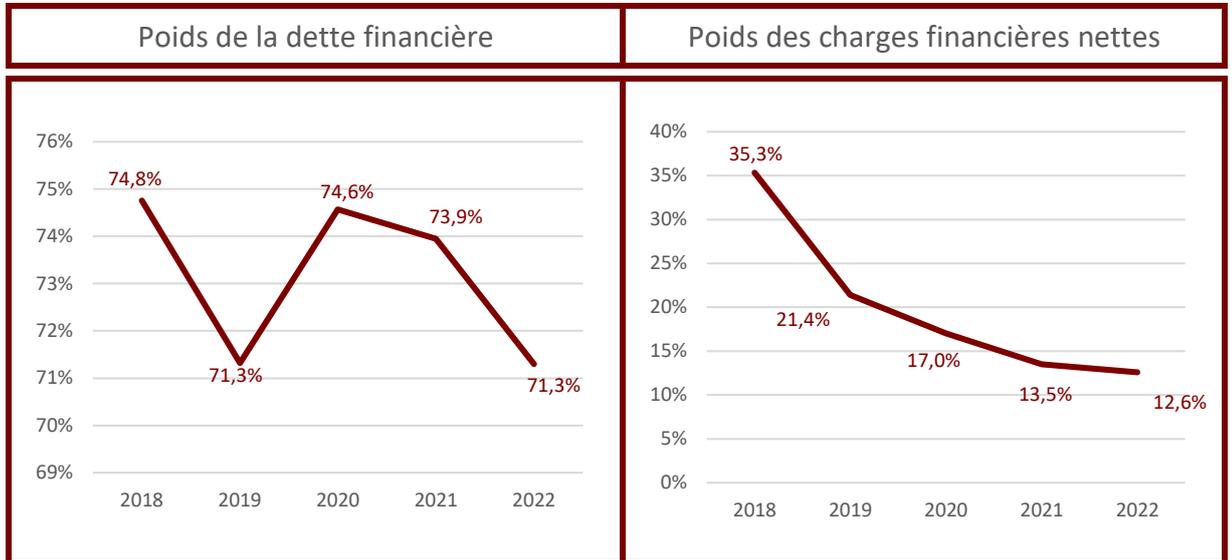
En ce qui concerne la couverture des emprunts à long terme par les fonds propres, la société a enregistré une baisse de son ratio d'endettement à terme au cours de la période 2018-2022, passant de 278,4% à 190,1%. Bien que cette diminution soit significative, il convient de noter que le ratio demeure à des niveaux élevés, ce qui découle, en grande partie, de la faible capitalisation de la société pendant cette période. Cependant, cette réduction confirme un certain engagement à contenir l'endettement à long terme et à renforcer sa situation financière.



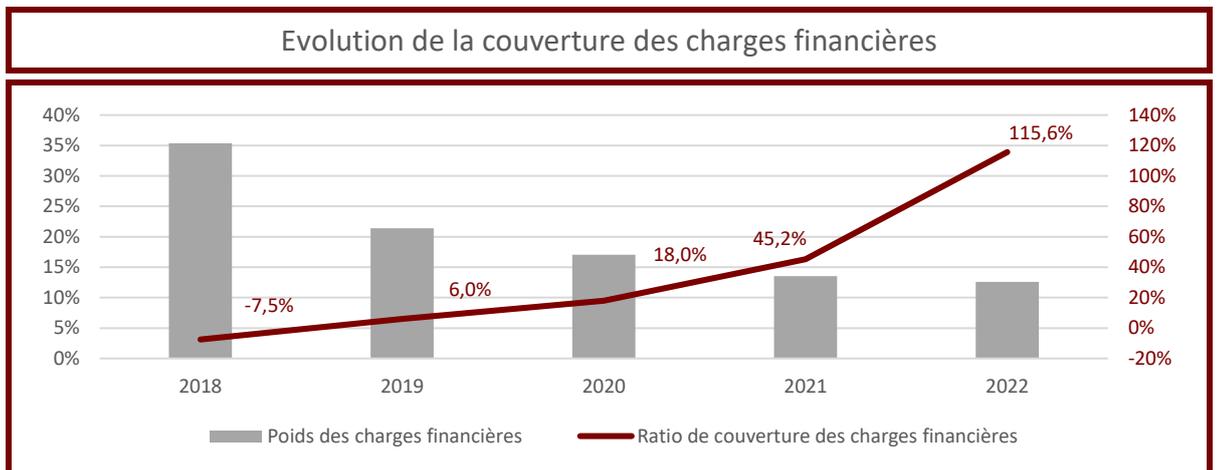
Au cours de la période 2018-2022, FONDINOR présente un Gearing moyen de 334%, indiquant une utilisation notable de l'endettement et une insuffisance de ses ressources propres pour financer ses activités. Cette moyenne élevée souligne la dépendance accrue de la société à l'égard de l'endettement et suggère une marge de manœuvre limitée en cas de besoin de financement supplémentaire externe. Il est important de noter que cette situation peut être attribuée, en partie, au fait que la société ait récemment atteint un certain équilibre commercial et a eu besoin d'un soutien financier renforcé pour développer ses activités.



Le poids des charges financières, par rapport au chiffre d'affaires, a enregistré une baisse sur la période 2018-2022, passant de 35,3% à 12,6%, suite au développement du chiffre d'affaires, marquant, ainsi, le retour du poids des charges financières à des niveaux acceptables.



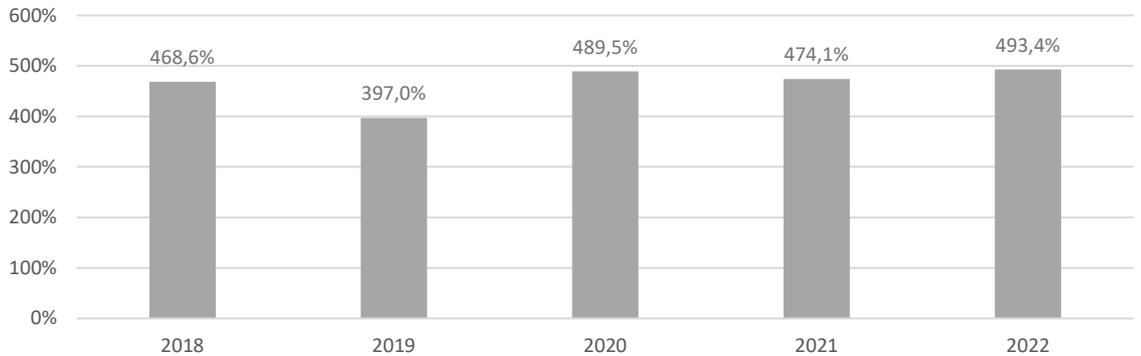
La mission note une amélioration continue du ratio de couverture des charges financières (par le bénéfice avant impôts et charges financières) sur la période 2018-2022 (passant de -7,5% en 2018 à 115,6% en 2022), grâce à une rentabilité retrouvée, tirée par une activité dynamique et une maîtrise importante des différentes charges d'exploitation.



Du côté de l'actif, le ratio du levier économique de FONDINOR a suivi une tendance globalement haussière sur la période 2018-2022, passant de 468,6% à 493,4%, ce qui témoigne de la faible capitalisation de la société et de son recours à des ressources externes, pour le financement de son actif.



Evolution du levier économique



La mission de Notation a observé des changements stratégiques dans les ressources de financement de FONDINOR sur la période 2018-2022. Ces ajustements comprennent, notamment, une optimisation de la structure de la dette, reflétant un certain degré de maturité industrielle. Cependant, la dépendance vis-à-vis des ressources externes souligne les défis auxquels la société est confrontée dans la construction de sa stabilité financière. La situation financière de FONDINOR révèle un équilibre délicat entre la nécessité du financement externe et les défis inhérents à la gestion des charges d'endettement. Les ajustements stratégiques témoignent d'une réactivité aux conditions du marché, mais ils soulignent également l'importance de surveiller attentivement la dynamique financière dans le contexte évolutif de FONDINOR.

En l'absence d'investissements d'envergure à moyen terme (sans recours à un apport supplémentaire de capitaux propres), la mission juge plausible la poursuite de l'amélioration des indicateurs de maîtrise de l'endettement de la société, grâce à la rentabilité de son cycle d'exploitation, sur les exercices à venir.

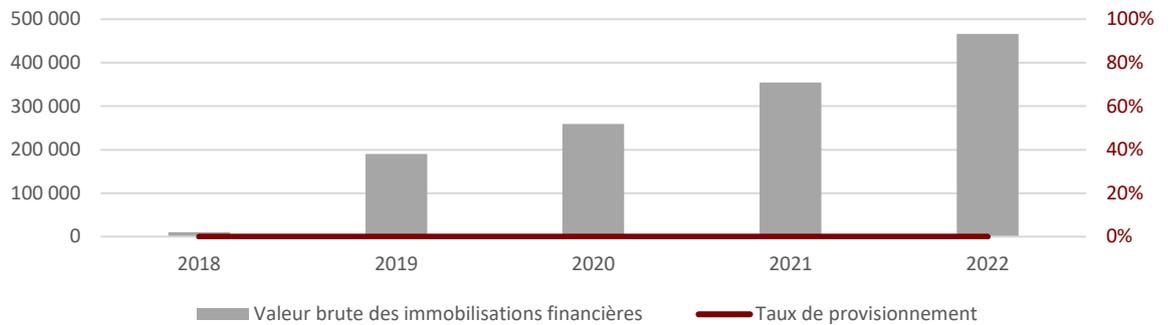
Les récents développements, notamment l'augmentation de capital en 2023, constituent des étapes encourageantes pour renforcer davantage la résilience financière de la société.

THEME 3 – MAITRISE DU RISQUE COMMERCIAL ET CONSOLIDATION DES FONDAMENTAUX

Avec des ventes entièrement destinées à l'exportation vers l'Europe et des produits (matières premières et biens manufacturés) produits localement en Tunisie, la mission de Notation estime que FONDINOR n'est pas exposée à un risque de change au vu de la tendance globalement haussière, sinon stable, de l'Euro face au TND.

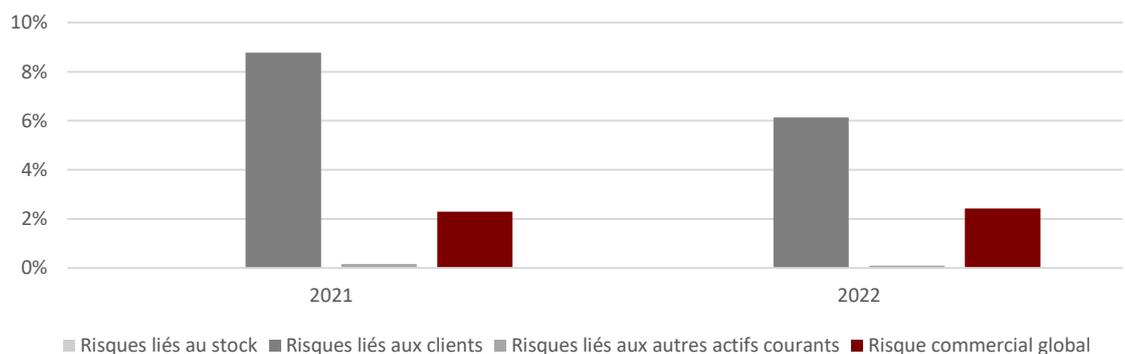
Dans le cadre de l'analyse du portefeuille financier de FONDINOR, la mission n'a pas constaté de risque particulier au vu d'un taux de provisionnement nul sur la période 2018-2022.

Evolution du taux de provisionnement du portefeuille financier



La mission de Notation souligne l'absence de risques significatifs associés aux stocks, aux clients, aux autres actifs courants, ainsi qu'au risque commercial global au cours de la période 2018-2020. Cependant, à partir de 2021, il convient de noter l'émergence d'un risque ascendant associé aux comptes clients, avec un taux de provisionnement passant de 0% en 2020 à 8,8% en 2021, puis à 6,1% en 2022. Cela se traduit par des provisions sur clients qui étaient nulles en 2020 et sont passées à respectivement 0,297 MTND et 0,534 MTND en 2021 et en 2022. Cette augmentation a engendré une croissance du risque commercial global au cours des derniers exercices, bien que demeurant sous contrôle, avec un taux de provisionnement atteignant 2,3% en 2021 et 2,4% en 2022.

Evolution des risques commerciaux

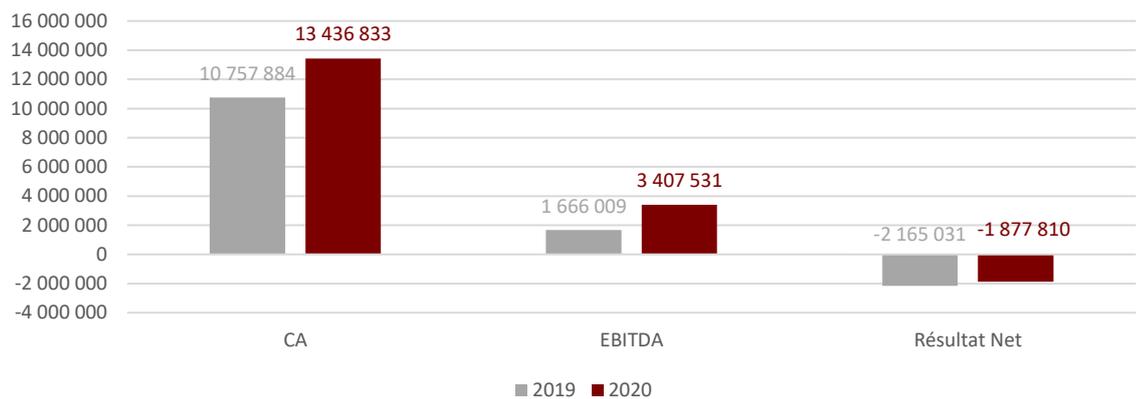


Malgré sa création relativement récente, FONDINOR a réussi à résister aux retombées négatives de la crise du COVID-19. La société a maintenu une croissance positive en 2020, avec un chiffre d'affaires de 13,437 MTND, marquant une progression de 24,9%. Pendant cette période, la société a également affiché une croissance notable de 104,5% de son EBITDA, atteignant 3,408 MTND.

En 2021, FONDINOR a continué sur cette lancée, avec un chiffre d'affaires de 17,653 MTND, soit une croissance de 31,4%. Bien que le résultat net soit resté en territoire négatif, le déficit a connu une réduction de 30,4%. Il est important de noter que la société a maintenu des niveaux de rentabilité relativement stables, démontrant, ainsi, sa capacité à s'adapter et à atténuer les effets négatifs de la crise.

L'année 2022 a été marquée par une croissance significative, avec un chiffre d'affaires de 37,861 MTND, enregistrant une augmentation de 114,5%. La performance financière de FONDINOR, au cours de cette période, suggère une aptitude à saisir des opportunités sur le marché et à surmonter les défis liés à la pandémie, démontrant, ainsi, une gestion efficace et une résilience notable face aux impacts économiques externes.

Evolution de certains agrégats de rentabilité : 2019/2020



L'orientation de FONDINOR vers l'exportation en Europe, couplée à une production locale en Tunisie, minimise les risques de change. La gestion des risques financiers, bien que présentant un léger défi en 2021, reste globalement maîtrisée. La société démontre également une capacité à atténuer les impacts d'une crise systémique comme celle du COVID-19, en maintenant une croissance positive et en assurant une certaine stabilité financière. Après un cycle d'investissement et de résilience, la société se met dans de bonnes dispositions pour une deuxième phase de rentabilité plus accrue sur la période à venir.

■ **THEME 4 - UNE POSITION DE TRESORERIE EN AMELIORATION, GRACE A UNE DYNAMISATION DE L'ACTIVITE SUR LES DERNIERS EXERCICES**

Tout au long de la période d'analyse, la société présente une position de trésorerie instable, reflétée par des ratios de liquidité fluctuants, se situant au-dessous des normes de référence, résultant d'un niveau élevé d'engagements à court terme (principalement composés de concours bancaires).

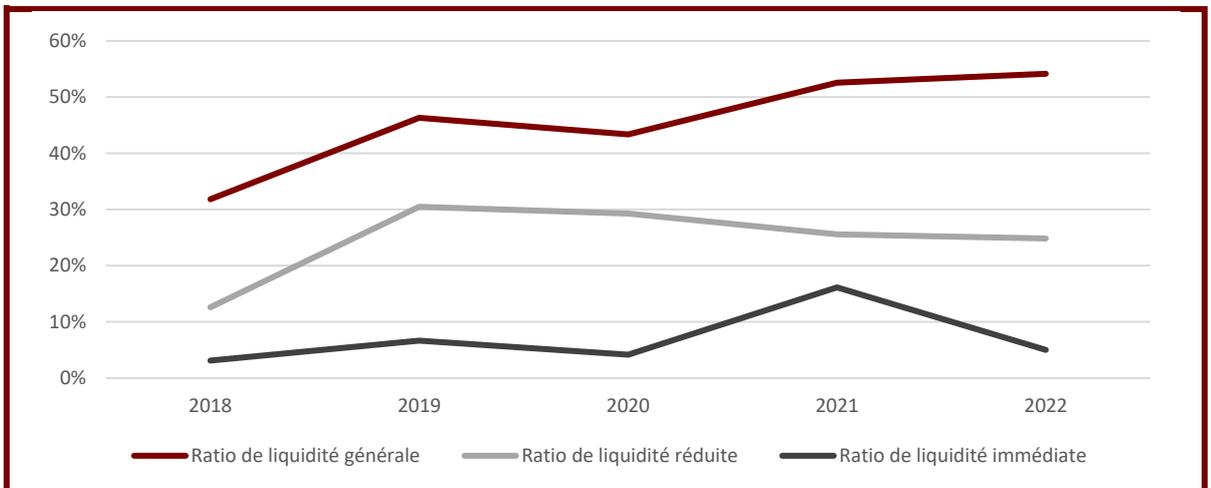
En effet, le ratio de liquidité générale a emprunté une tendance irrégulière sur la période 2018-2022, passant de 31,8% à 54,1%. Ce niveau, demeure bien inférieur au minimum requis, reflétant la difficulté que la société pourrait rencontrer pour faire face à ses engagements à court terme en cas de perturbations importantes de ses ventes.

Cette tendance est également observée au niveau du ratio de liquidité réduite qui, après avoir connu une hausse en 2019, passant à 30,5% (contre 12,6% l'année précédente), a démontré une baisse au cours des exercices suivants, pour se situer à 24,9% en 2022. Ce niveau, qui demeure bien inférieur au minimum requis, témoigne de la capacité insatisfaisante de FONDINOR à honorer ses dettes à court terme au moyen de son actif circulant hors stock.

Le même constat s'applique au ratio de liquidité immédiate qui a atterri à 5% en 2022. Ce faible niveau traduit la capacité réduite de FONDINOR à s'acquitter de ses engagements à court terme en ayant recours aux seules liquidités à disposition.

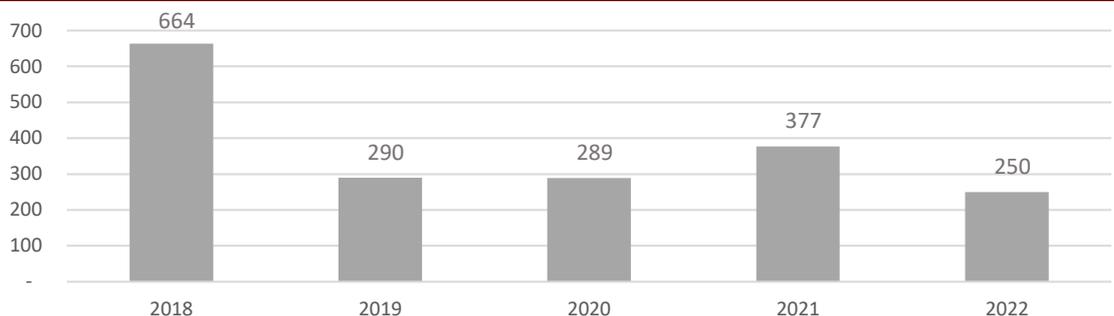
Cependant, à la fin de l'année 2023, FONDINOR a renforcé son capital de 17 MTND, dont 12 MTND seront alloués au remboursement des impayés et des dépassements de quotas bancaires, visant, ainsi, à rétablir l'équilibre de sa situation financière. Cette augmentation de capital permettra d'influencer très favorablement les indicateurs de liquidité, améliorant la capacité de l'entreprise à faire face à ses obligations à court terme. L'opération d'augmentation de capital renforce la position de la mission de Notation quant aux perspectives de la société, sur les prochains exercices.

Evolution des ratios de liquidité générale, réduite et immédiate



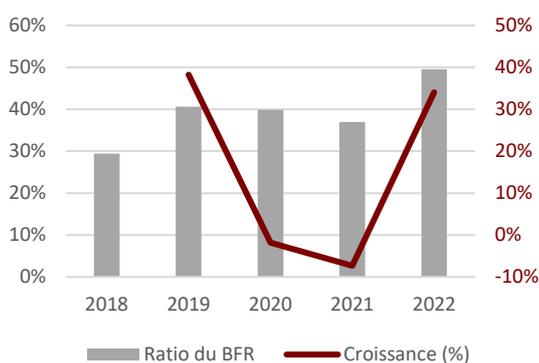
L'intervalle défensif de FONDINOR a suivi une trajectoire baissière sur la période 2018-2022, passant de 664 jours à 250 jours. Cette diminution, bien que notable à cause du développement des charges d'exploitation de la société, dénote la capacité appréciable de la société à faire face à ses charges opérationnelles sur une période significative, sans puiser dans ses ressources à long terme. L'analyse des différents ratios de liquidité et d'intervalle défensif démontre la maîtrise de la position de trésorerie actuelle sur les charges d'exploitation mais pas encore sur les charges de financement.

Evolution de l'intervalle défensif (en nombre de jours)

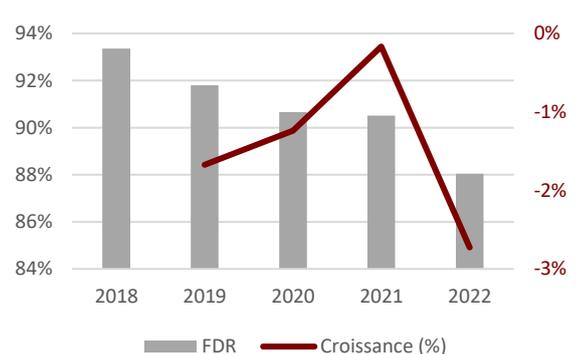


Par ailleurs, la mission a observé un BFR en augmentation continue sur la période 2018-2022, passant de 1,241 MTND à 13,119 MTND, sur fond de dynamisation de l'activité au fil des années. Une augmentation exacerbée, notamment, sur le dernier exercice clos où elle a été de l'ordre de 62,6% en rythme annuel, ayant pour résultat un BFR de 125 jours du chiffre d'affaires, contre 165 jours une année auparavant. Cette hausse est tirée par un développement de 37% des stocks (correspondant à 115 jours du chiffre d'affaires contre 180 jours en 2021), mais aussi une augmentation de 96% des comptes fournisseurs dont le délai moyen de paiement s'élève à 77 jours du chiffre d'affaires seulement contre un niveau plus confortable de 84 une année auparavant. Il y a, toutefois, lieu de mentionner que FONDINOR a fait preuve d'une plus grande vigilance sur les délais de paiement de ses clients sur le dernier exercice clos, avec des créances à la clientèle qui représentent 78 jours du chiffre d'affaires en 2022 contre 63 en 2021. Néanmoins, ce besoin grandissant en fonds de roulement est grandement couvert par un fonds de roulement en amélioration continue sur la période 2018-2022, s'établissant à plus de 8 MTND en 2022 (contre -3,289 MTND en 2018).

Evolution du Besoin en Fonds de Roulement

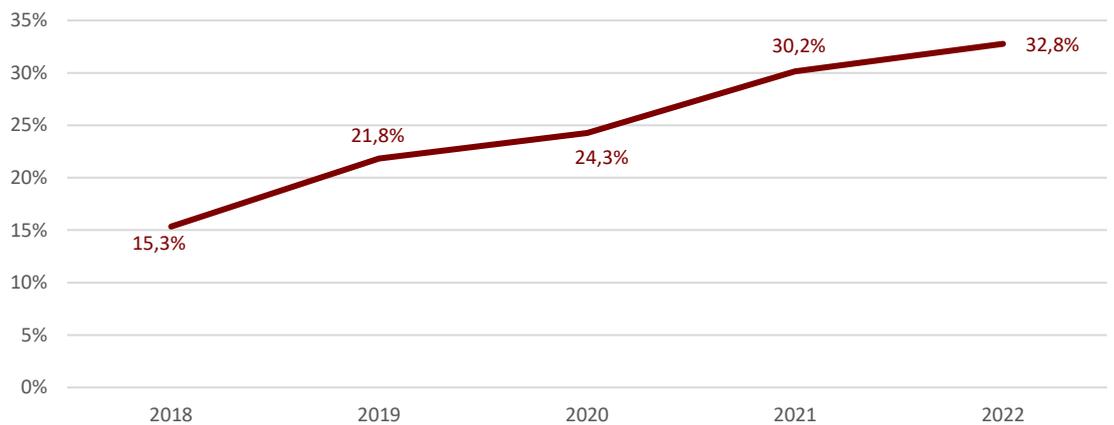


Evolution du Fonds De Roulement



La mission de Notation a constaté une prédominance marquée de la dette à court terme dans la structure globale de financement de FONDINOR au cours de la période 2018-2022, passant de 15,3% à 32,8%. Cette évolution témoigne d'une transformation stratégique au sein de FONDINOR, marquée par un réajustement des modalités d'endettement où les impératifs opérationnels prennent le pas sur les ambitions d'investissement.

Evolution du poids de la dette à court terme dans le financement total

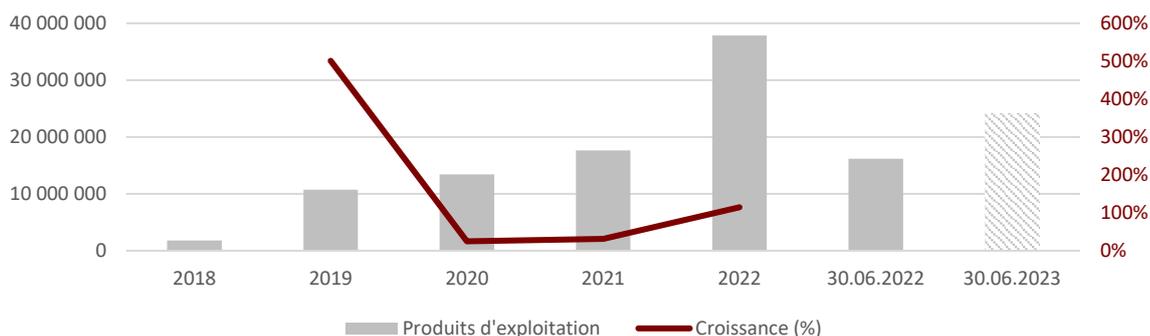


La mission de Notation souligne la nécessité pour FONDINOR de maintenir une gestion prudente de sa liquidité, basée sur la rentabilité de son cycle d'exploitation, en cherchant à optimiser ses ratios et en continuant d'assurer une vigilance sur les délais de paiement, ainsi qu'en diversifiant ses sources de financement pour renforcer sa stabilité financière à long terme. Les récents ajustements stratégiques, tels que l'augmentation de capital en 2023, marquent des avancées significatives dans cette direction, soulignant la réactivité de FONDINOR aux conditions du marché et sa volonté de renforcer sa résilience financière.

THEME 5 – UNE RENTABILITE EN AMELIORATION, PORTEE PAR UNE DYNAMISATION DE L'ACTIVITE

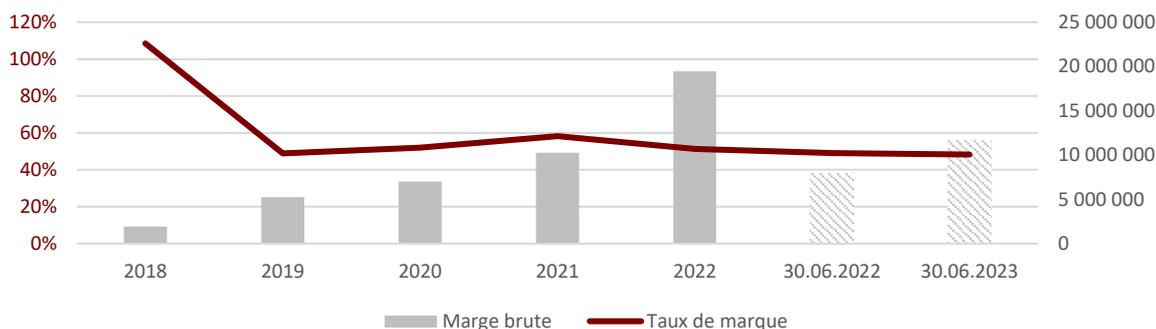
La mission de Notation a constaté que, sur la période 2018-2022, l'ensemble des agrégats de rentabilité de la société FONDINOR présente une trajectoire haussière, concrétisée par une évolution positive du chiffre d'affaires, couplée à une maîtrise des produits d'exploitation. Cette performance atteint son apogée en 2022, avec un chiffre d'affaires s'établissant à 37,861 MTND contre 1,790 MTND en 2018, portant, ainsi, tous les indicateurs de rentabilité vers la hausse. Il y a lieu de souligner que la société a plus que doublé son chiffre d'affaires sur le dernier exercice clos. Cette augmentation est portée par l'expansion sur les marchés étrangers, notamment l'obtention de contrats significatifs dans le secteur des pièces de rechange, ainsi que la signature d'un accord-cadre pour la production de disques de frein avec un leader du secteur en Italie. Le chiffre d'affaires a augmenté de 48,8% en rythme annuel au S1 2023, s'établissant à 24,074 MTND.

Evolution des produits d'exploitation

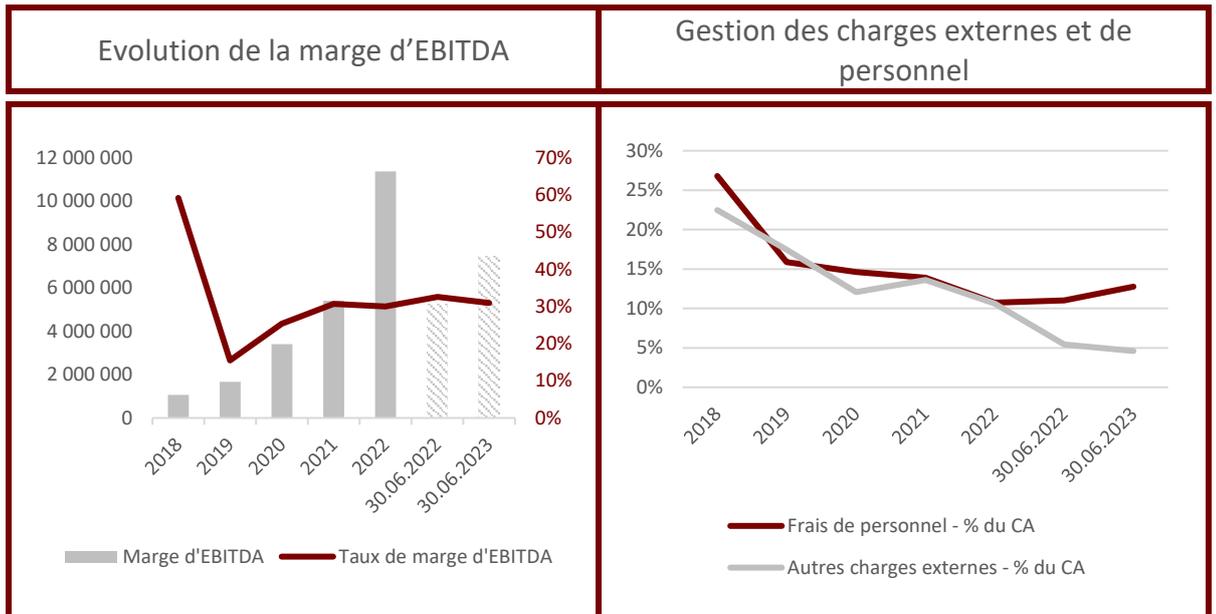


A travers une gestion optimale des approvisionnements consommés, la marge brute de la société a connu une tendance haussière sur la période 2018-2022, passant de 1,941 MTND à 19,454 MTND, soit une évolution annuelle moyenne de 85%, correspondant à un taux de marque satisfaisant de l'ordre de 51,4%. Lors du S1 de l'exercice 2023, la société a affiché une marge brute en expansion de 46,6%, à 11,618 MTND, soit un taux de marque de 48,3% (contre une marge de 7,927 MTND et un taux de marque de 49% au S1 2022).

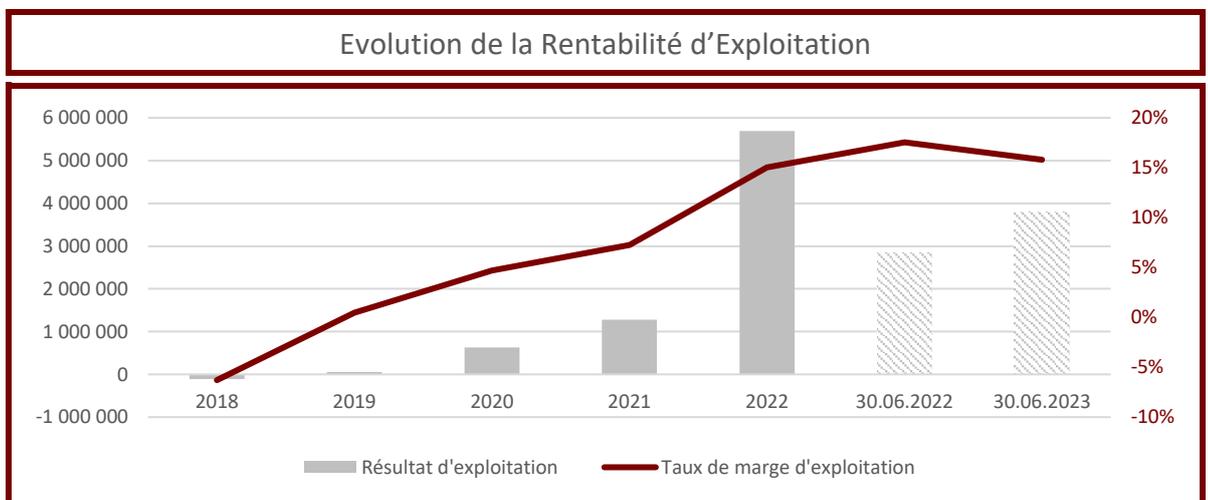
Evolution de la rentabilité brute



La marge d'EBITDA du fondateur, à l'image de sa marge brute, a suivi une tendance haussière sur la période 2018-2022, passant de 1,060 MTND à 11,369 MTND (soit un taux de marge de 30% sur le dernier exercice clos). Au terme du premier semestre de l'exercice 2023, FONDINOR a vu sa marge d'EBITDA croître de 41,3% en rythme annuel à 7,442 MTND, correspondant à un taux de marge de 30,9%. Ces niveaux de marge démontrent la capacité de la société à rentabiliser efficacement son activité principale, reflétant une gestion efficiente des coûts opérationnels.



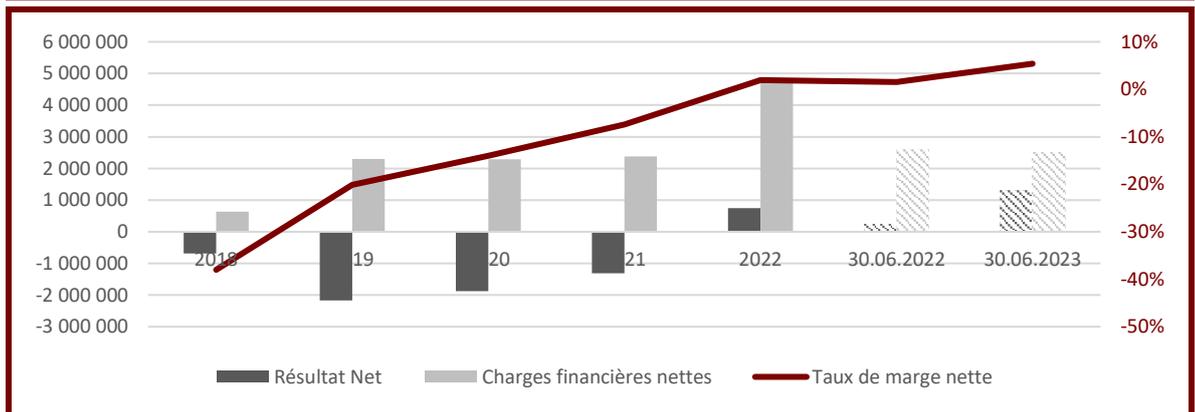
Par ailleurs, la mission a relevé une amélioration significative de la rentabilité d'exploitation au cours de la période 2018-2022, avec un taux de marge d'exploitation qui a connu une progression continue, passant de -6,3% à 15%, ce qui traduit une capacité de plus en plus satisfaisante de la société à générer des profits à partir de son cycle d'exploitation, sans tenir compte de ses revenus financiers et exceptionnels. Au S1 2023, la société a affiché un résultat d'exploitation de l'ordre de 3,806 MTND, correspondant à un taux de marge de 15,8%.



Le bottom-line a été en territoire négatif sur la période 2018-2021, notamment à cause de charges financières en augmentation continue (+89,2% annuellement en moyenne, passant de 0,632 MTND en 2018 à 2,384 MTND en 2021), et ce, au vu du démarrage récent de l'activité de la société, nécessitant des financements importants. Néanmoins, le déficit a été de moins en moins important à partir de 2020, pour afficher un résultat bénéficiaire de 0,745 MTND au terme de l'exercice 2022 (soit un taux de marge nette de 2%). En effet, la société a enregistré une amélioration significative de son volume d'affaires et de sa rentabilité, malgré une augmentation des charges financières à 4,766 MTND, représentant désormais 12% du chiffre d'affaires. Cette augmentation des charges financières a été compensée par la hausse des performances globales de FONDINOR. Cela témoigne de la capacité de FONDINOR à mieux maîtriser ses diverses charges tout en augmentant son volume d'affaires.

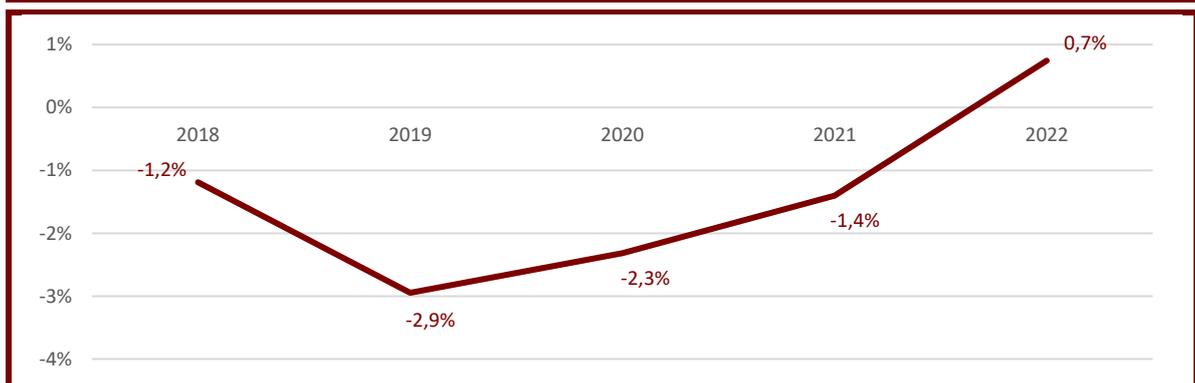
Au S1 2023, la société affiche un résultat net de 1,301 MTND, témoignant d'une nette progression par rapport au premier semestre de 2022, où le résultat net s'établissait à 0,251 MTND, une tendance qui s'annonce favorable pour la rentabilité de la société.

Evolution de la rentabilité nette



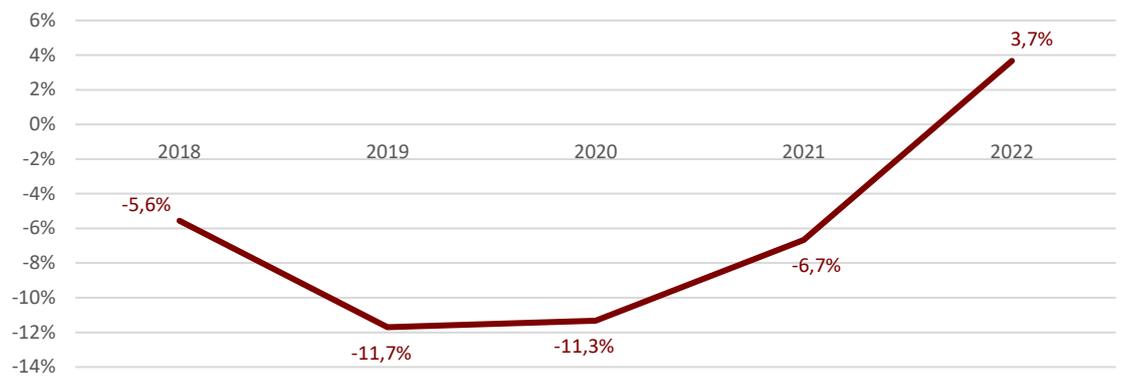
La mission de Notation a constaté que FONDINOR éprouve des difficultés quant à la rentabilité de ses actifs sur la période 2018-2021, avec une moyenne de ROA de -2%. En 2022, le niveau de ROA s'est légèrement amélioré pour atteindre 0,7%, ce qui témoigne d'une meilleure capacité à générer du profit à partir de la base d'actifs de la société.

Evolution du ratio de rentabilité des actifs



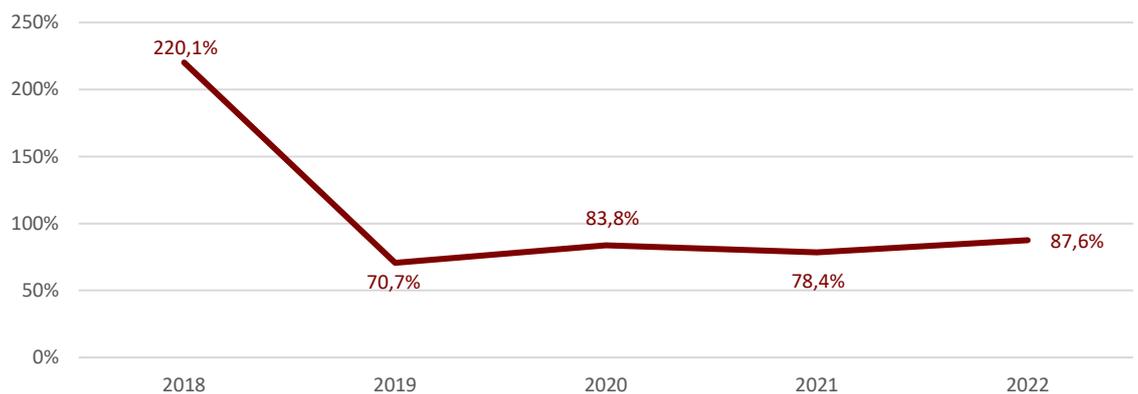
La société affiche le même constat pour la rentabilité des capitaux propres, avec un ROE de 3,7% en 2022, contre une moyenne de -8,8% sur la période 2018-2021, et ce, grâce à une amélioration nette de la rentabilité de la société.

Evolution du ratio de rentabilité des fonds propres



FONDINOR a enregistré un ratio de productivité financière brute (mesuré par le rapport entre la marge brute et la consommation intermédiaire) fluctuant sur la période 2018-2022, et ce, au vu de l'augmentation des approvisionnements consommés et des autres charges externes. Il y a lieu de souligner une nette amélioration de ce ratio en 2022 (87,6% contre 78,4% une année auparavant), puisque le redressement de la marge brute a été plus important que la hausse de la consommation intermédiaire, traduisant une couverture plus confortable des charges de production par la rentabilité brute de la société.

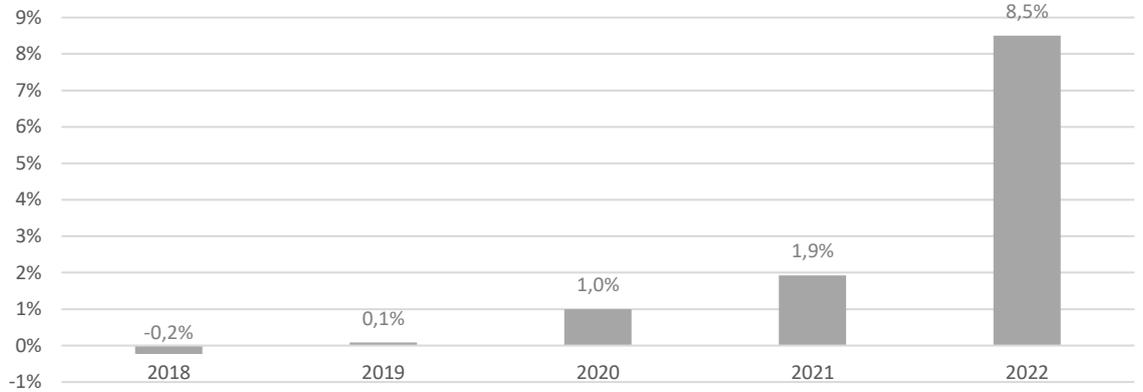
Productivité financière brute



Par ailleurs, FONDINOR bénéficie d'une amélioration constante de son retour sur investissement sur la période 2018-2022, bien que celui-ci demeure à un niveau relativement insatisfaisant de 8,5%. Cette situation s'explique, en grande partie, par la récente entrée de FONDINOR sur le marché, affichant, ainsi, une rentabilité qui progresse graduellement avec une augmentation continue des bénéfices du fondateur.



Retour sur investissement



La mission de Notation a observé une progression constante de FONDINOR sur la période 2018-2022, avec une orientation positive dans l'ensemble des aspects de rentabilité. La société a su accroître son chiffre d'affaires, diversifier ses marchés, et optimiser ses opérations pour renforcer sa position sur le marché.

■ THEME 6 – UNE PLANIFICATION STRATEGIQUE FAVORISANT L’OPTIMISATION DES ACTIVITES DE LA SOCIETE

D’un prisme organisationnel, FONDINOR dispose d’un management doté d’une efficience managériale et opérationnelle marquée et d’une équipe très impliquée, animée d’un fort sentiment d’appartenance.

Afin de mieux soutenir l’évolution de l’activité de la société et de faire face à une demande croissante sur le marché, le management a mis en œuvre plusieurs initiatives. En ce qui concerne la communication entre l’usine et le siège social, des rapports sont envoyés quotidiennement, depuis l’usine, présentant un état régulier en termes de production réalisée, de stock disponible, etc. Il est important de mentionner que l’usine et le siège se trouvent au même emplacement, facilitant la communication entre le volet stratégique et opérationnel. Le recours au logiciel de gestion Sage X3 contribue à optimiser les processus financiers, la facturation et la comptabilité.

Au niveau managérial, FONDINOR a mis en place une approche stratégique intégrée à travers un Département Engineering composé d’ingénieurs process, ingénieurs chefs projets, ingénieurs R&D et de techniciens concepteurs et outilleurs, couvrant le développement d’outillages, la gestion de projets, l’ingénierie des processus et la recherche et développement, adoptant des procédures rigoureuses, des normes élevées et des simulations pour garantir l’efficacité de ses processus, le tout soutenu par une automatisation complète pour la surveillance et le contrôle. L’historique de la société témoigne de son parcours marqué par des jalons majeurs, tels que l’homologation de prototypes et la certification aux normes automobile internationales IATF 16949 : la fonderie met en avant son engagement envers la qualité à travers des laboratoires de contrôle dédiés. Malgré les défis, comme la pandémie du COVID-19, FONDINOR a su rebondir avec des marchés importants et des contrats significatifs dans le domaine des pièces de rechange.

La mission note une efficacité en termes de veille stratégique et de capacité de conduite du changement afin d’optimiser la production, d’une part, et de répondre aux exigences du marché, d’autre part. Ainsi, une mise à niveau des outils industriels a été effectuée. Cela a consisté, principalement, en l’installation d’équipements pour la coulée de la fonte, des équipements de finition et des équipements de laboratoire.

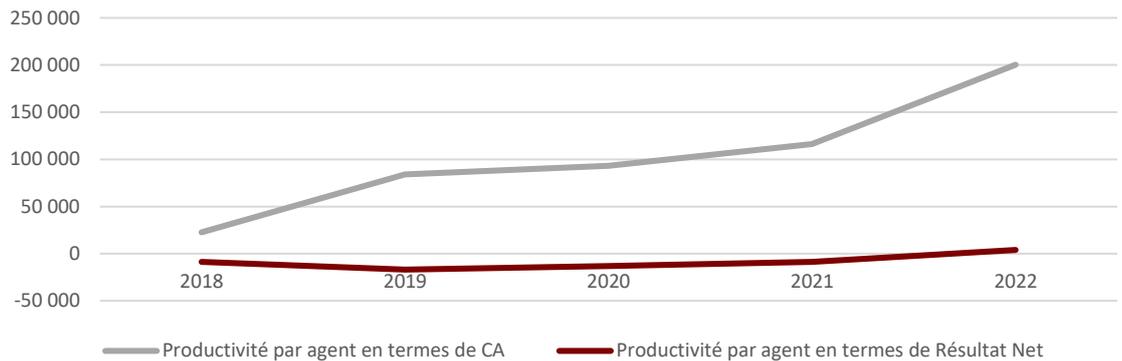
Du côté du personnel, la mission juge efficaces, les stratégies mises en place pour la gestion des ressources humaines et de la productivité. Concernant le volet recrutement, la stratégie est de recruter des techniciens et des ingénieurs et de les former au sein de l’usine. La motivation du personnel est renforcée par des rémunérations compétitives, des perspectives de promotion interne, des incitations financières basées sur la performance, ainsi que des facilités de transport mises à disposition par la société. Néanmoins, en raison de la complexité inhérente à l’activité, le turnover du personnel demeure significatif, générant, ainsi, un besoin en ressources humaines. Dans le but de remédier à ce défi, FONDINOR a élaboré un projet qui comprend, notamment, l’acquisition, pour la partie parachèvement, de nouvelles machines d’ébarbage semi-automatiques pour faciliter les opérations manuelles de finition des pièces.

Par ailleurs, la mission note, sur la période d’analyse, une performance satisfaisante de la productivité par agent en termes de chiffre d’affaires. Ainsi, cette dernière est passée de 0,022 MTND en 2018 à 0,200 MTND en 2022, notamment au vu du développement considérable de l’activité sur les derniers exercices. La productivité en termes de Résultat Net a également



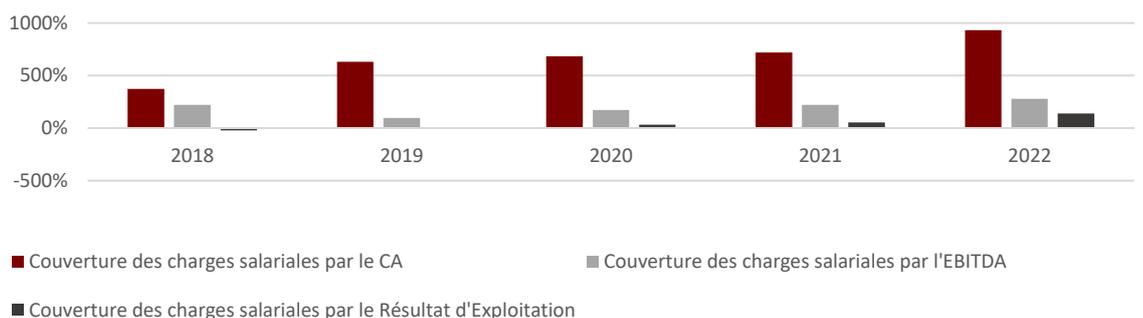
enregistré une progression, passant de -0,008 MTND en 2018 à 0,003 MTND en 2022, réalisant, ainsi, une évolution de 146%. Cette performance en termes de productivité provient principalement de l'évolution de l'effectif sur la période 2018-2022 et de l'amélioration considérable du Résultat Net.

Evolution de la productivité en termes de Chiffre d'affaires et de Résultat Net



Malgré l'augmentation considérable des charges de personnel du fondeur sur la période d'analyse et, plus particulièrement, en 2022 (+65,8% en glissement annuel), pour s'établir à 4,063 MTND, la mission a constaté une capacité de la société à couvrir ses charges salariales par le chiffre d'affaires, l'EBITDA et le résultat d'exploitation à des niveaux de plus en plus appréciables, grâce à l'accroissement des volumes de ventes, mais aussi à l'amélioration de la rentabilité.

Taux de couverture des charges salariales par l'activité



La mission de Notation estime que FONDINOR, en tant que récent entrant sur le marché de la fonderie, démontre une évolution significative. La société se distingue par sa gestion efficace, son engagement envers la qualité, et sa capacité à s'ajuster rapidement à un environnement concurrentiel. Dotée de technologies avancées, la société répond de manière efficace aux exigences du secteur automobile mondial.

Malgré son statut récent, FONDINOR a réussi à consolider son positionnement en remportant des marchés importants. Sa capacité à gérer les charges salariales tout en améliorant sa rentabilité reflète une résilience et une vision stratégique efficace. FONDINOR se présente comme un acteur

dynamique en constante progression sur la scène industrielle, démontrant, ainsi, une détermination à relever les défis futurs avec succès.



FACTEURS DE NOTATION – FONDINOR

Position commerciale	A	Secteur d'activité	A+
Valeur de la marque	A		
Stabilité commerciale	A-		
Concentration ou diversité des activités commerciales	AA-		
Avantages concurrentiels	A+		
Liens commerciaux	A-		
Mix Marketing	A		
Structure financière	BBB	Cadre économique	BB+
Qualité des fonds propres	BBB-		
Taux de sortie du capital	BBB+		
Stratégie de capitalisation	AA-		
Revalorisation structurelle des fonds propres	BB+	Gouvernance et système politique	BBB-
Gestion des financements	BBB+		
Engagements financiers	BBB-		
Valeur des actifs	A+		
Résilience face aux risques	A-	Notation souveraine	BB
Système de gestion des risques	A-		
Risques financiers	BBB+		
Risques opérationnels	A		
Risques commerciaux	A+		
Risques économiques	A-		
Autres risques spécifiques liés aux activités support	A		
Gestion des liquidités	BBB-		
Système de gestion des liquidités	A+		
Gestion de la trésorerie	BB-		
Autonomie financière	A-		
Rentabilité & Performance	BBB		
Capacité bénéficiaire	BBB+		
Performance économique	BB+		
Rentabilité commerciale	BBB+		
Performance opérationnelle	A		
Performance financière	BBB-		
Efficiences managériales	A-		
Organisation	A		
Planification stratégique	A-	NOTATION DU CADRE INSTITUTIONNEL	BBB
Rentabilité financière des ressources humaines	A		
Système d'information	A		
NOTATION DE L'ANALYSE INTERNE	BBB+	NOTATION DU SUPPORT	+
S.A.C.P.		BBB+	
NOTATION FINALE		A-	



PERSPECTIVE ET ÉVOLUTION DES PARAMÈTRES DE NOTATION

NOTATION	PERSPECTIVE
A- (Tun)	Positive

PARAMÈTRES D'AMÉLIORATION DE LA NOTE	PARAMÈTRES DE DÉGRADATION DE LA NOTE
Diversification commerciale	Veille technologique
Gestion des charges financières	Motivation et abnégation du capital humain
Consolidation du volume d'activité	Maîtrise de l'outil industriel
Renforcement de la rentabilité et de la marge industrielle	Maîtrise des coûts d'approvisionnement
Situation macroéconomique	Notation souveraine

FACTEURS D'AMÉLIORATION
Renforcement du maillage commercial
Stabilisation de la structure de la dette
Consolidation des efforts d'analyse et de veille ESG

www.pbrating.com

Pronova By Reckon