



# COMPTE RENDU DE NOTATION FINANCIÈRE

## METAL SERVICE CENTER



2023



|                              |    |
|------------------------------|----|
| INTRODUCTION.....            | 3  |
| NOTE METHODOLOGIQUE .....    | 4  |
| PRESENTATION .....           | 9  |
| FICHE DE NOTATION .....      | 10 |
| FACTEURS DE NOTATION .....   | 28 |
| DIAGNOSTIC DE NOTATION ..... | 29 |

**Ce compte rendu a pour objet de présenter les conclusions de PBR Rating, sur la solvabilité et la qualité de la gestion financière de MSC, 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.

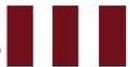
Les Notations et les avis de PBR Rating ne constituent pas et ne fournissent pas de conseils en placement ou de conseils financiers, ni des recommandations à l'achat, à la vente ou à la conservation de titres ou d'actifs. PBR Rating émet des Notations et diffuse des publications sur la base du principe 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.

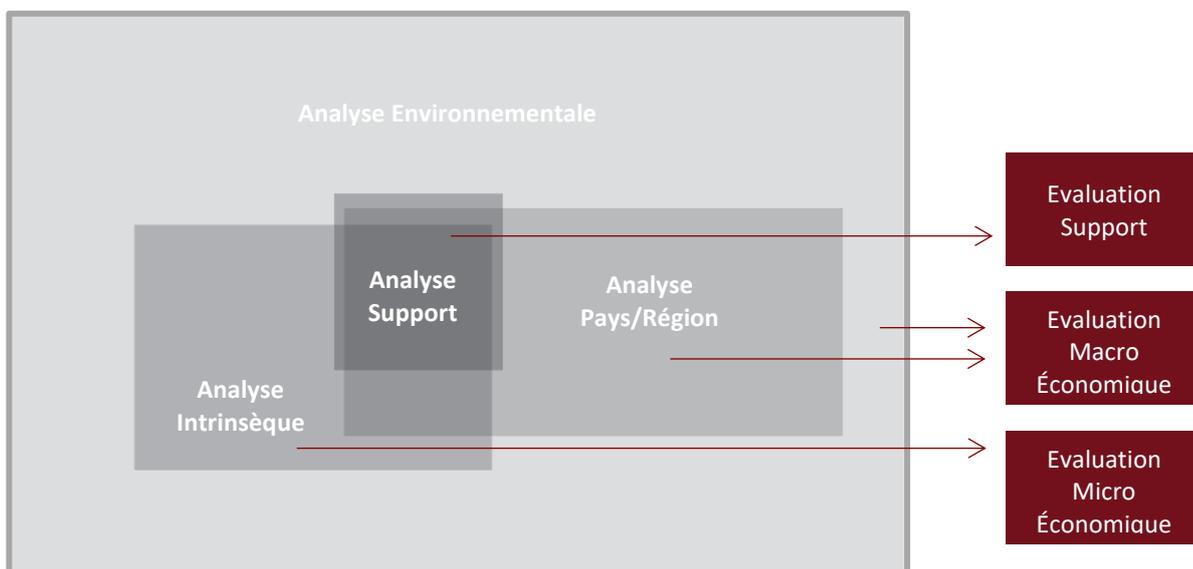
*Ce rapport reste sous le sceau de la confidentialité qui régit la collaboration entre PBR Rating et MSC. Aucune des deux parties précédemment citées ne peut divulguer, une partie ou la totalité, des informations contenues dans ce rapport sans l'accord explicite de l'autre partie.*



## PROCESSUS DE NOTATION

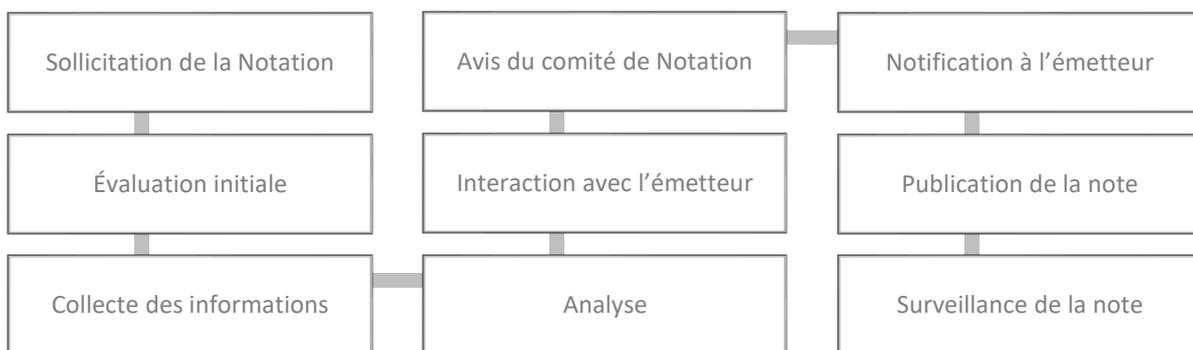
Le système de Notation PBR Rating est basé sur une évaluation multidimensionnelle, opérée sur trois domaines distincts, à travers trois axes temporels :

- 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 :



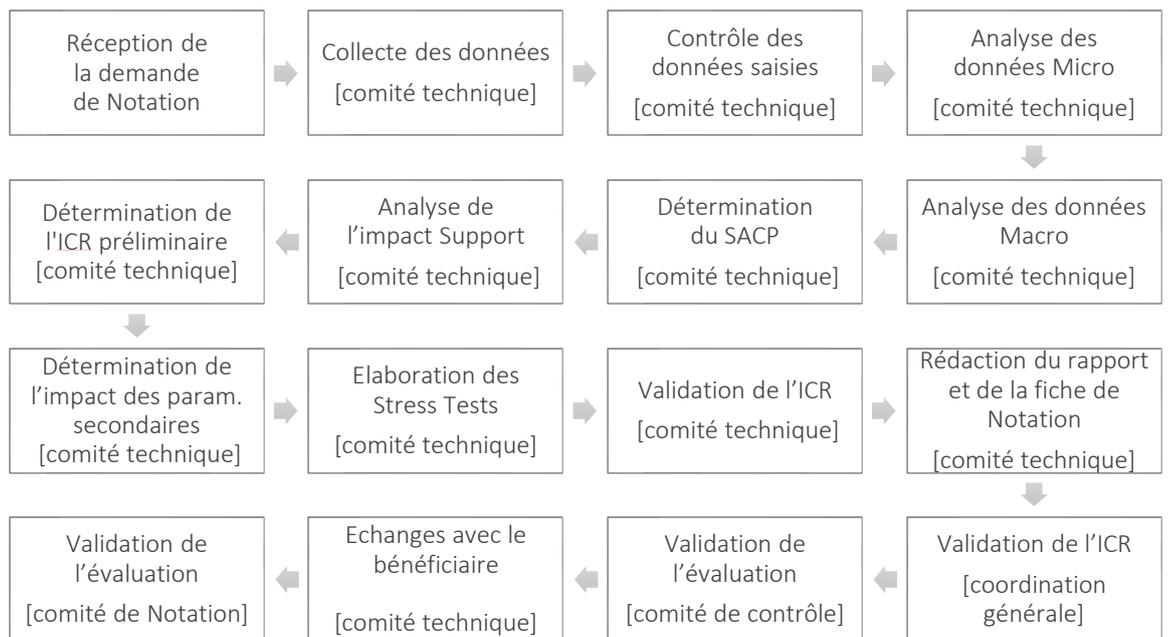
La mise en place de cette procédure de Notation chez PBR Rating obéit à trois principes majeurs :

- 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.

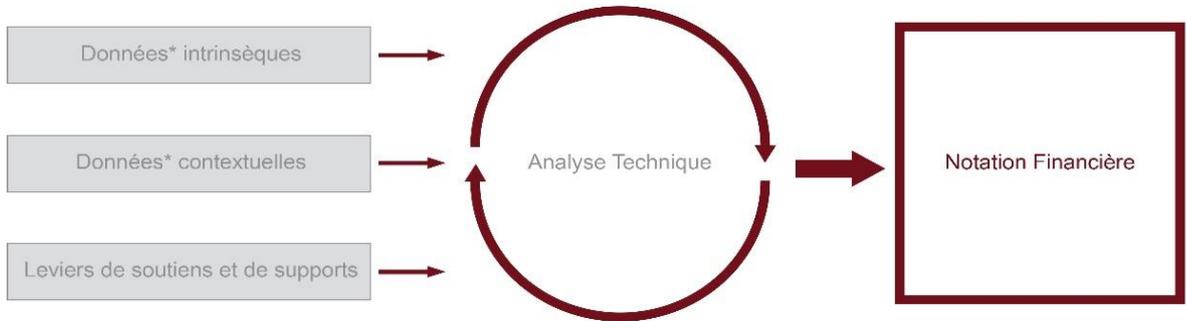
Dans le cadre du processus global de Notation PBR Rating, le sous-process d’analyse revêt une importance majeure dans la constitution des dossiers de Notation. Il englobe l’ensemble des phases techniques de collecte et de traitement des informations, puis les phases d’analyse, ensuite les phases de rédaction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



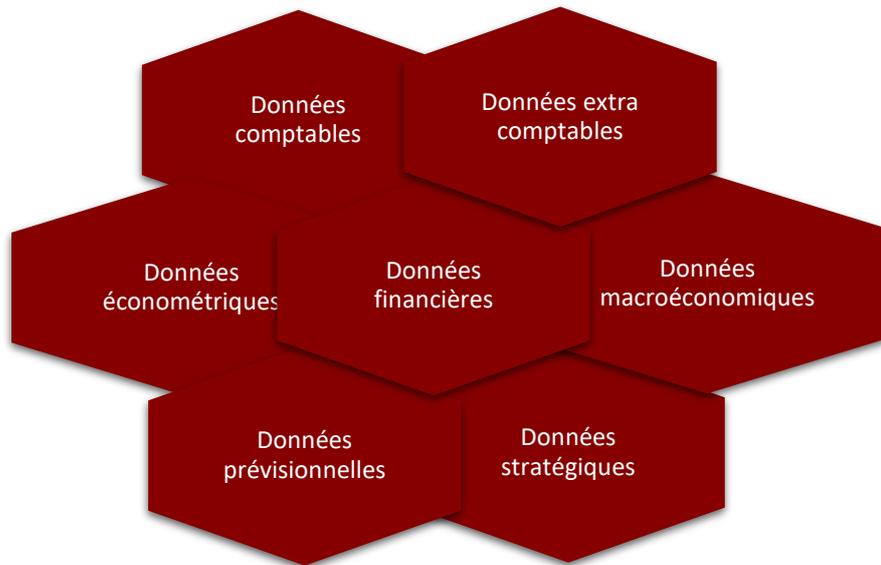


## DONNEES DE BASE POUR L'EVALUATION

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
- Réunions de travail (individuelles ou en focus groupe)
- Questionnaires et demandes d'information spécifique
- 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

|                        |             |                                  |
|------------------------|-------------|----------------------------------|
| <b>Analyse Micro</b>   | <b>Rang</b> | <b>Thèmes</b>                    |
|                        | Th1         | Position commerciale             |
|                        | Th2         | Structure financière             |
|                        | Th3         | Résilience face aux risques      |
|                        | Th4         | Gestion des liquidités           |
|                        | Th5         | Rentabilité & Performance        |
|                        | Th6         | Efficiency organisationnelle     |
| <b>Analyse Macro</b>   | <b>Rang</b> | <b>Thèmes</b>                    |
|                        | Th1         | Cadre réglementaire              |
|                        | Th2         | Cadre économique                 |
|                        | Th3         | Gouvernance et système politique |
|                        | Th4         | Notation souveraine              |
| <b>Analyse Support</b> | <b>Rang</b> | <b>Thèmes</b>                    |
|                        | 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  |                 |  |                                  |    |
|                            | RD   | 0→50    | Défaut          | Risque de défaut avéré   | C9                               |    |
|                            | D    | < 0     |                 |  |                                  |    |



# FICHE DE NOTATION

MSC

Dénomination officielle



Informations clés

|                                |                              |
|--------------------------------|------------------------------|
| <b>Pays</b>                    | Tunisie                      |
| <b>Produits d'exploitation</b> | 62 584 732 TND (2022)        |
| <b>EBITDA ajusté</b>           | 10 696 852 TND (2022)        |
| <b>Résultat d'exploitation</b> | 7 982 440 TND (2022)         |
| <b>Résultat Net</b>            | 2 912 098 TND (2022)         |
| <b>Capitaux propres</b>        | 9 140 390 TND (2022)         |
| <b>Total actifs</b>            | 66 444 369 TND (2022)        |
| <b>Président du Conseil</b>    | Monsieur Slaheddine Mezghani |
| <b>Directeur Général</b>       | Monsieur Mohamed Mezghani    |

Mission

|                        |                                    |
|------------------------|------------------------------------|
| <b>Notation</b>        | Qualité Financière                 |
| <b>Type de mission</b> | Notation initiale                  |
| <b>Exercice</b>        | 2023                               |
| <b>N° dossier</b>      | 25.01.01                           |
| <b>Représentant</b>    | Monsieur Akrem Baccar              |
| <b>NOTATION</b>        | BBB (TUN), avec perspective stable |

■ **THEME 1 – UNE REDYNAMISATION APPRECIABLE DE L’ACTIVITE, A CONSOLIDER SUR LES PROCHAINS EXERCICES**

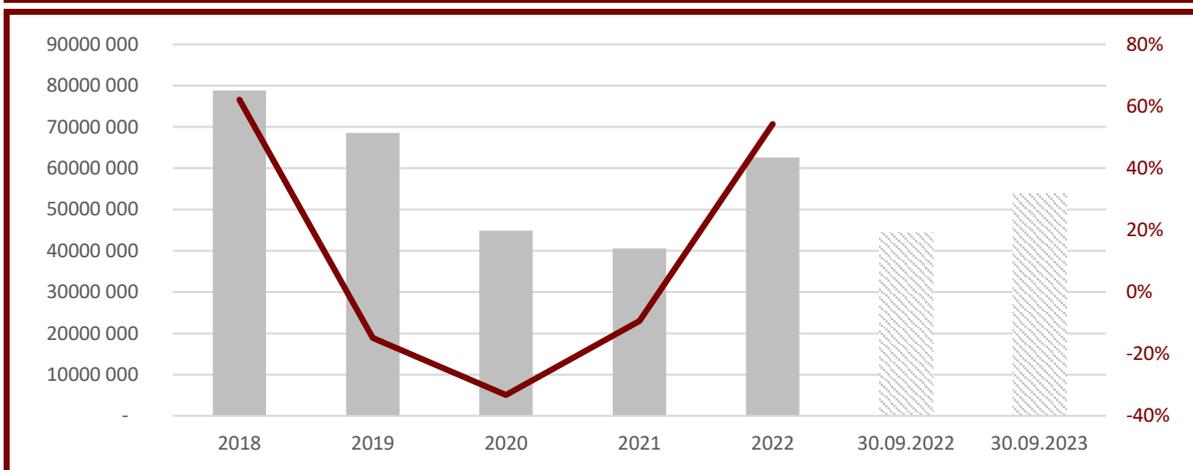
Créée en 2008, Metal Service Center est une filiale du groupe SOQUIBAT et spécialisée dans la fabrication de produits en acier. De la production de lames rideaux, tôles, feuillards ou encore d’accessoires, la société s’est dotée, durant ses années d’existence, d’une panoplie de solutions en réponse à un besoin de croissance.

MSC propose une gamme variée de services de découpage, comprenant le découpage sur mesure, le découpage plasma, le cisailage, le pliage, ainsi que le refendage, afin de répondre à tous les besoins de sa clientèle en matière de formats standard et spécifiques. Jouissant d’une position de leader sur le marché tunisien de l’acier, la société commercialise ses produits à travers une réponse à la demande contractée par un client ou encore sur les points de vente de sa société mère, SOQUIBAT.

La société SOQUIBAT privilégie principalement les produits fournis par MSC, érigeant, ainsi, MSC au rang de son principal fournisseur. Cette alliance se traduit par une contribution significative au chiffre d’affaires de MSC, représentant 48,9% du total, soit 30,603 MTND sur un chiffre d’affaires total de 62,527 MTND en 2022. La relation dynamique entre SOQUIBAT et MSC est en pleine expansion, illustrée par une croissance significative de la contribution de la société mère au chiffre d’affaires de MSC. Cette contribution est passée de 34,7% en 2018 à 48,9% en 2022.

L’année 2018 a été une année exceptionnelle pour MSC en termes d’activité, où le chiffre d’affaires a enregistré une évolution de 62,3% en rythme annuel, atteignant 78,794 MTND. Ce dernier a, ensuite, affiché une tendance baissière (une moyenne de -19% sur la période 2019-2021, le portant à 40,573 MTND). Par ailleurs, les revenus du groupe ont réalisé, en 2022, un bond de 54,3% pour atteindre un chiffre d’affaires de 62,584 MTND. En effet, la société a fait face à un effet prix et volume de la principale matière première, en l’occurrence l’acier, naissant du conflit russo-ukrainien. Au terme des 9 premiers mois de l’exercice 2023, la société a réalisé un chiffre d’affaires de l’ordre de 53,732 MTND, soit une progression de 20,9% en glissement annuel.

Indice d’évolution du chiffre d’affaires

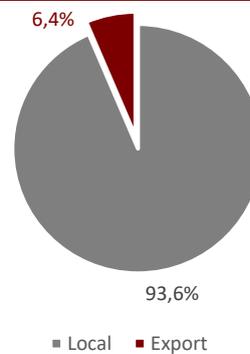




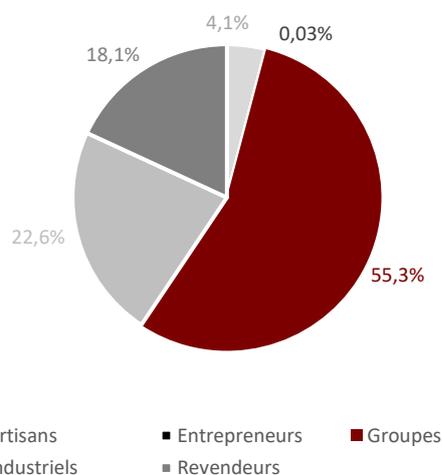
La société commercialise sa production principalement sur le marché local, où elle réalise 93,6% de son activité. Les produits de MSC, sur le marché tunisien, sont principalement destinés aux Groupes, qui accaparent 55,3% du CA local de la société en 2022. Viennent ensuite les Industriels et les Revendeurs, qui représentent respectivement 22,6% et 18,1% des revenus locaux. Le reliquat du CA local (4,1%) est destiné aux Artisans et aux Entrepreneurs.

Quant à la distribution à l'export (6,4% des ventes totales en 2022), elle se caractérise par une forte prépondérance des Groupes, représentant 93,8% des exportations de MSC, tandis que le secteur industriel y contribue à hauteur de 6,2%. Il est clair que le développement de l'export est encore à un stade précoce, nécessitant des efforts commerciaux importants afin d'optimiser les potentialités de ce marché.

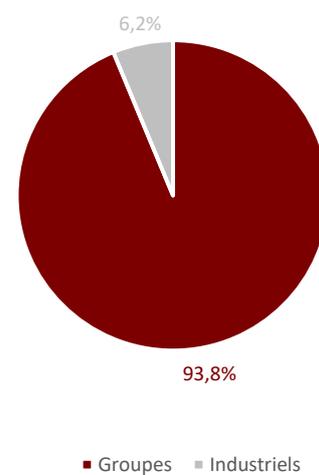
## Répartition des revenus par marché



## Structure des revenus sur le marché Local (2022)



## Structure des revenus sur le marché Export (2022)

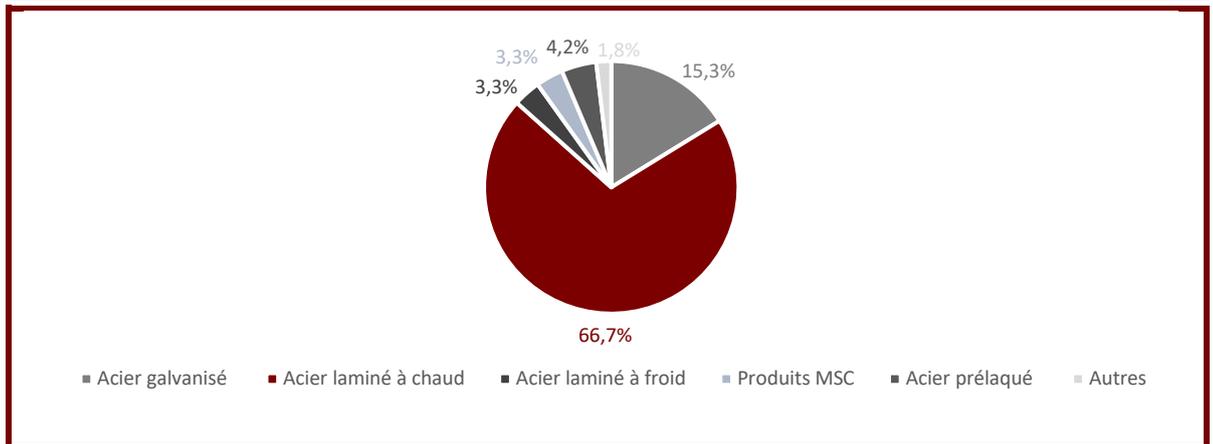


Le cœur de l'activité de MSC réside dans la production d'acier laminé à chaud, qui demeure la principale source de revenus de l'entreprise, contribuant à hauteur de 66,7% à son chiffre d'affaires en 2022. En second lieu, l'acier galvanisé constitue une part significative du chiffre d'affaires, représentant 15,3%. Par ailleurs, l'acier prélaqué occupe la troisième position, avec une



contribution de 4,2%, tandis que l'acier laminé à froid et les produits MSC dédiés affichent une part de 3,3% chacun. Enfin, la part réservée aux autres produits demeure marginale, représentant 1,8% du chiffre d'affaires de la société en 2022.

## Répartition des revenus par gamme de produit (2022)

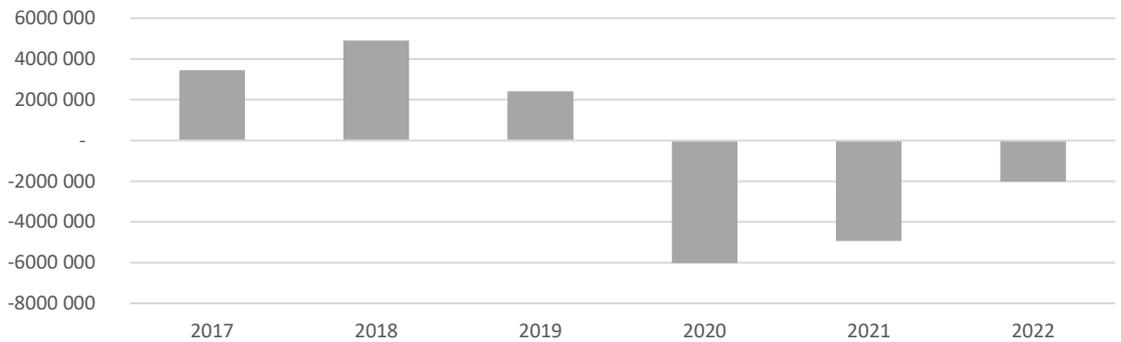


Après une période 2019-2020 marquée par la baisse de l'activité, exacerbée par la crise sanitaire du COVID-19, MSC a affiché une reprise appréciable, tirée par le marché local. Néanmoins, la mission de Notation juge essentielle la diversification de la clientèle de MSC, puisqu'une forte concentration a été observée chez un seul client, notamment sa société mère SOQUIBAT. De même, le développement du marché export représente un levier de croissance important à explorer par la société sur les prochains exercices, au regard des fragilités dont peut témoigner le marché local (stagnation de l'investissement industriel, situation difficile du BTP, ...). Diversification (marchés et gammes de produits) et gestion de la marge industrielle (cf. THEME 6) sont les leviers pour le développement d'un business model pérenne pour MSC.

## ■ THEME 2 – UNE STRCUTURE FINANCIERE EN DESEQUILIBRE

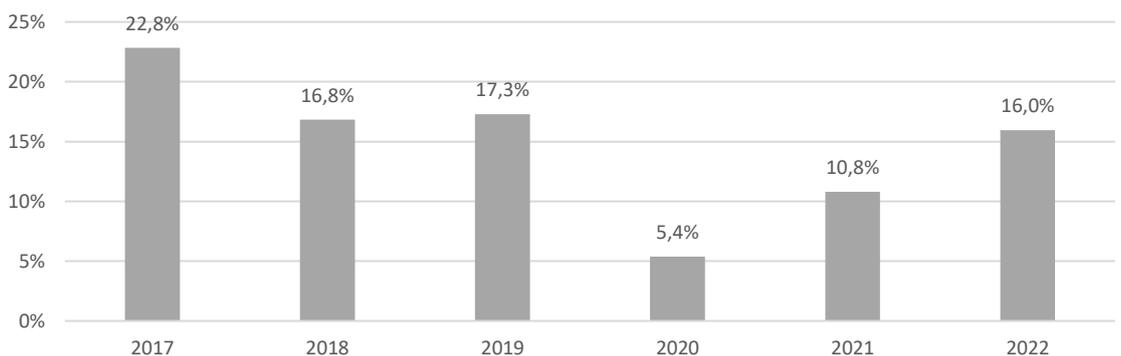
La mission estime que, sur la période 2020-2022, MSC démontre une certaine faiblesse à générer du capital et à renforcer ses fonds propres à travers son activité. En effet, la société a affiché une accumulation du capital (appréciée par les réserves, les résultats reportés et le résultat de l'exercice) en territoire négatif (une moyenne de -4,325 MTND sur la même période) et ce, à cause de pertes cumulées sur les exercices en question.

Accumulation du capital



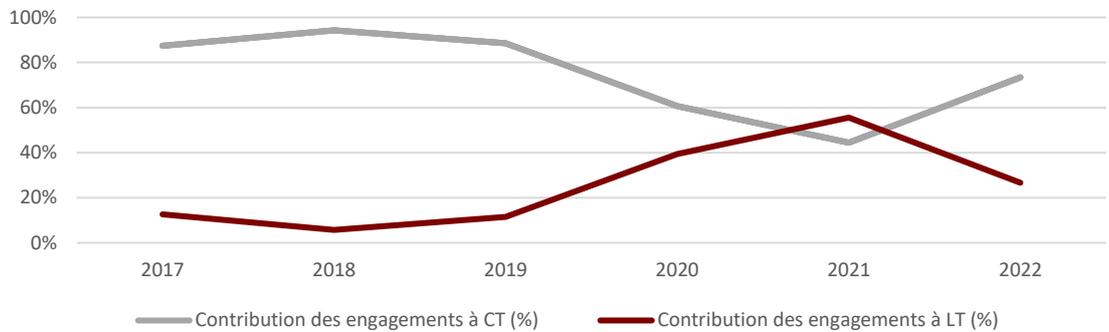
MSC affiche un ratio de solvabilité fluctuant et à de faibles niveaux sur la période 2017-2022, malgré une amélioration enregistrée sur les exercices 2021 et 2022 pour se situer à 16%. Ces niveaux reflètent une structure bilancielle fragile et une capacité de remboursement limitée à terme.

Evolution du ratio de solvabilité



La structure de la dette financière de MSC, sur la période 2017-2022, montre une différence significative 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 74,8% sur 2017-2022 contre une moyenne de 25,2% pour la dette à long terme). La mission de Notation préconise une amélioration de la structure de la dette financière en vue de diminuer la dépendance à court terme, grâce à un effet de levier en termes de coûts et de disponibilité des ressources.

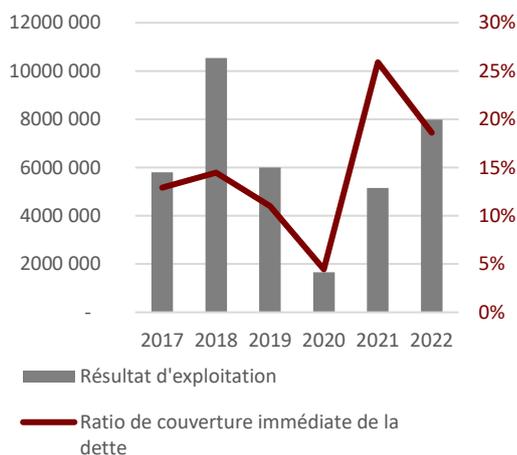
## Structure de la dette financière



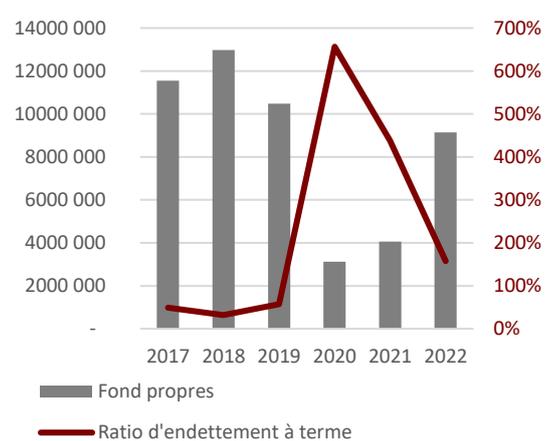
Le ratio de couverture immédiate de la dette a connu une tendance baissière entre 2019 et 2020 au vu de la baisse de la rentabilité, couplée à la contraction de la dette à court terme, sur fond de diminution de l'activité. Ce même ratio s'est situé à des niveaux supérieurs sur les exercices suivants, pour s'établir à 18,6% en 2022, mais qui restent significativement bas, témoignant de la difficulté de la société à couvrir ses dettes à court terme par son résultat d'exploitation.

Concernant la couverture des emprunts à long terme par les fonds propres, la société affiche un ratio d'endettement à terme, bien qu'en baisse sur la période 2021-2022, à des niveaux élevés (157,9% en 2022), malgré sa faible capitalisation.

### Evolution du ratio de couverture immédiate de la dette



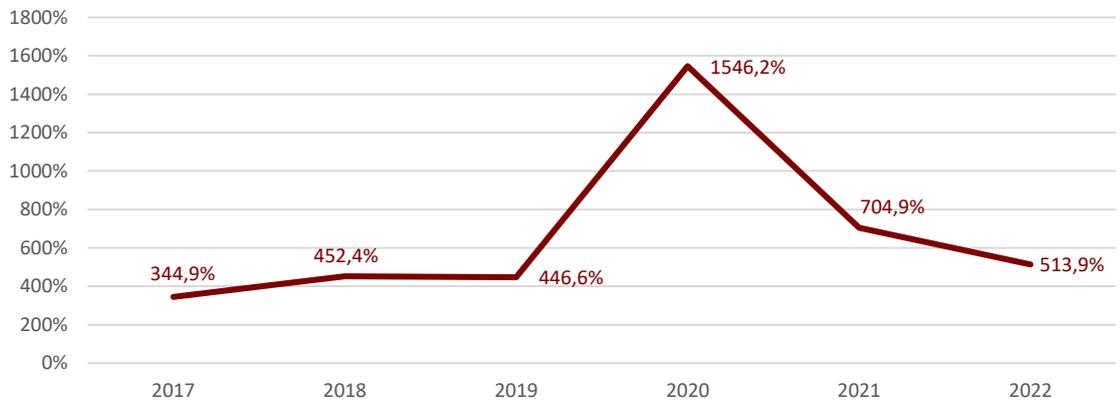
### Evolution du ratio d'endettement à terme



Le gearing de MSC a suivi une trajectoire globalement haussière sur la période 2018-2020, passant de 344,9% en 2017 à 1546,2% en 2020, traduisant une position de trésorerie fragile. Malgré la baisse continue du ratio sur les exercices suivants, le niveau reste important (157,9% en 2022), reflétant l'absence de marge de manœuvre de la société en cas de besoin significatif de financement externe pour ses activités.



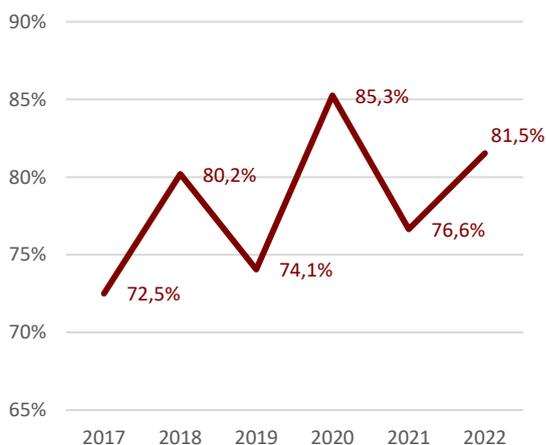
## Evolution du Gearing



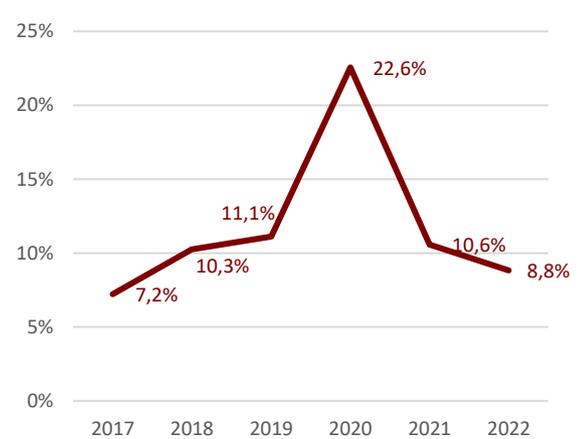
La mission de Notation met l'accent sur le fort recours de MSC à l'endettement pour le financement de son activité et de ses investissements, détériorant, ainsi, l'équilibre de ses ressources. En effet, la société affiche un poids de la dette financière (par rapport au total du bilan) fluctuant entre 72% et 85% sur la période 2017-2022. S'agissant, en grande partie, de dettes à court terme, cela engendre des charges financières élevées.

D'autre part, le poids des charges financières (par rapport au chiffre d'affaires) n'a cessé d'augmenter sur la période 2018-2020, principalement dû à des coûts financiers élevés (une moyenne de 8,610 MTND sur la même période) dans un contexte d'activité en berne. Le poids des charges financières a commencé à fléchir à partir de 2021 pour marquer le retour à un niveau moyen en 2022 (8,8% pour un montant de 5,525 MTND).

### Poids de la dette financière



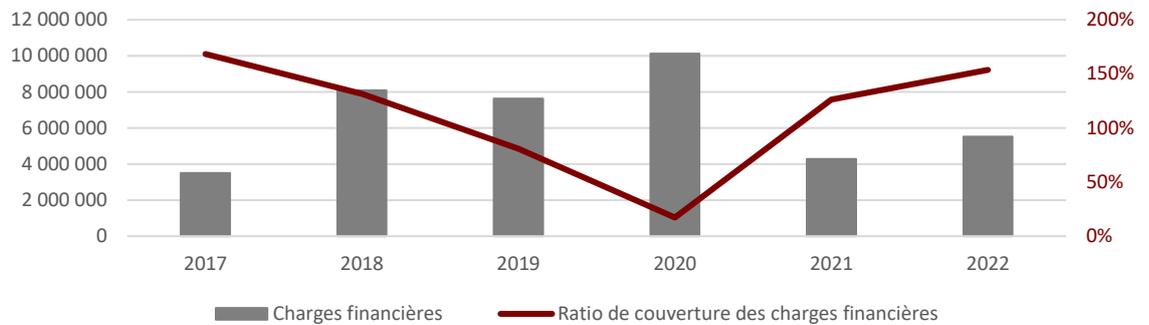
### Poids des charges financières nettes



La mission note une dégradation du taux de couverture des charges financières par le cycle d'exploitation sur la période 2018-2020 (passant de 168,4% en 2017 à 17,3% en 2020), en raison d'une baisse de la rentabilité d'exploitation accompagnée d'une expansion des charges financières nettes la même période. Il y a lieu de souligner le redressement de ce ratio à partir de 2021,

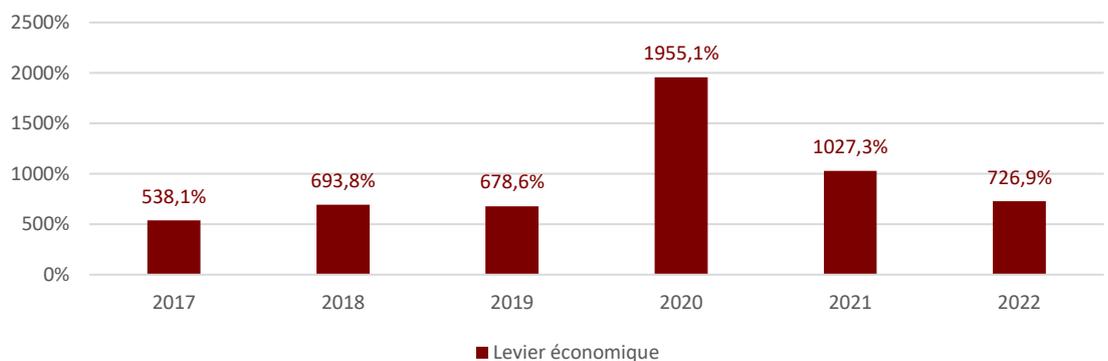
atteignant 153,8% en 2022, et ce, au vu de la reprise de la rentabilité et de l'allègement des charges financières.

## Evolution de la couverture des charges financières



Concernant l'actif, le ratio du levier économique de MSC a suivi une tendance globalement haussière sur la période 2018-2020, pour, ensuite, entamer une baisse et se situer à 726,9% en 2022. Malgré ce déclin, le niveau de ce ratio reste élevé, témoignant de la faible capitalisation de la société et de son emploi de ressources externes, principalement à court terme, pour le financement de son actif, ce qui conduit la mission de Notation à recommander une augmentation de capital pour la période à venir afin d'atteindre des niveaux plus favorables.

## Evolution du levier économique



La mission de Notation a observé une structure financière fragile, caractérisée par une sous-capitalisation et un endettement lourd dont la structure est défavorable (domination de la dette à court terme). De ce fait, la maîtrise de l'endettement et, donc, des charges y afférent, représente un défi important sur les années à venir. D'autre part, la mission préconise de renforcer les fonds propres de la société par une augmentation de capital afin d'équilibrer ses ressources.

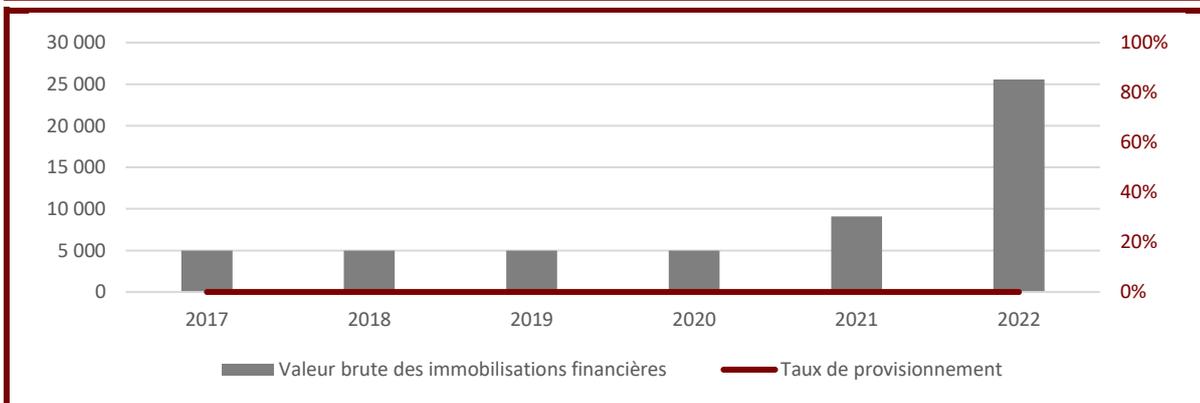
## ■ THEME 3 – UN RETABLISSEMENT NOTABLE DE LA SITUATION SUITE A UNE PÉRIODE DIFFICILE

La mission de Notation a identifié certains risques auxquels MSC est exposée :

- Sa forte exposition à un seul client, en l'occurrence sa société-mère, SOQUIBAT, qui représente son plus gros client. La mission préconise l'allègement de cette exposition, et donc, la diversification du risque commercial de MSC, notamment vers l'export ;
- Une gouvernance commune avec d'autres filiales du groupe, un risque à atténuer sur le court à moyen terme au vu d'une potentielle divergence des intérêts des sociétés (cf. THEME 6) ;
- Un risque de change au vu du risque de dépréciation du TND face aux devises étrangères, étant donné l'orientation de la société vers le marché local et l'importation de sa matière première d'Europe et d'Asie ;
- Un risque de taux en raison de l'importance de l'endettement dans son schéma de financement ;
- Un risque énergétique : celui de la pénurie de carburant (une station a été mise en place à proximité de l'usine, avec une réserve de 45 000 litres garantissant au moins 15 jours d'approvisionnement continu) et de l'alimentation électrique (pour lequel la société a installé un groupe électrogène, assurant un minimum de continuité pour la production) ;
- Un risque informatique que la société gère en matière de sauvegarde des données.

Dans le cadre de l'analyse du portefeuille financier de MSC, la mission n'a pas constaté de risque particulier au vu d'un taux de provisionnement nul sur la période 2017-2022.

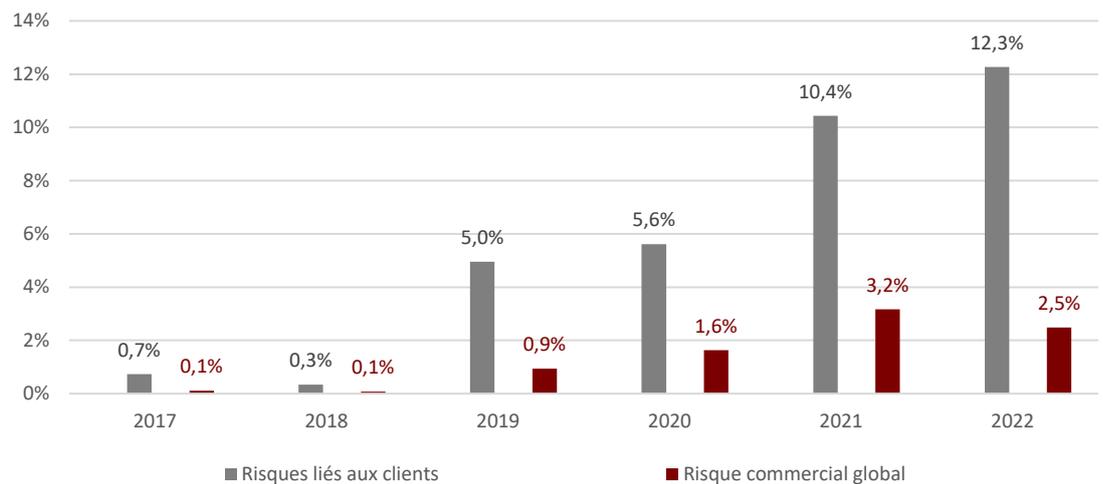
Evolution du taux de provisionnement du portefeuille financier



D'autre part, la mission de Notation souligne l'absence de risques significatifs liés aux stocks et aux autres actifs courants, dont les taux de provisionnement sont nuls sur la période 2017-2022. La mission de Notation a observé un risque ascendant lié aux comptes clients, avec un taux de provisionnement passant de 0,7% en 2017 à 12,3% en 2022, correspondant à des provisions sur clients passant, sur la même période, de 0,047 MTND à 1,247 MTND. Le management de la société précise que les provisions liées aux clients en 2022 sont relatives à l'exercice 2020, année de déclenchement de la crise sanitaire du COVID-19, et qu'à partir de 2023, les provisions sur clients marqueront leur retour à la normale. Après examen des procédures actuelles de recouvrement clients, la mission de Notation érige ce point comme élément stratégique de veille pour la prochaine évaluation de la société.

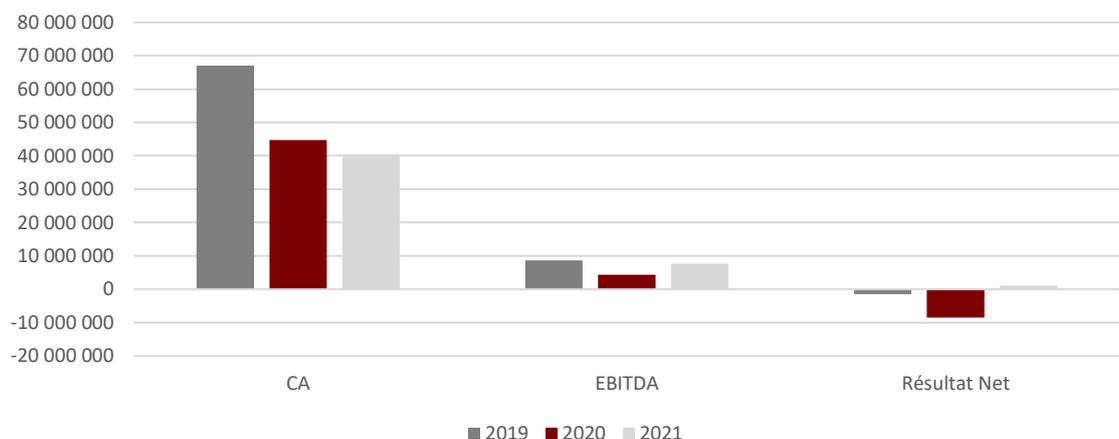
De ce fait et à date, le risque commercial global de MSC reste maîtrisé sur l'exercice 2022, avec un taux de provisionnement s'élevant à 2,5% mais qui est attendu de fléchir sur les prochains exercices.

## Evolution des risques commerciaux



Dans le cadre de l'analyse de la résilience de MSC durant les périodes de stress économique, il a été noté que la société a été confrontée, en 2020, à la crise liée à la pandémie du COVID-19. La mission de Notation a constaté un impact très significatif sur l'activité et la rentabilité de la société, avec un chiffre d'affaires en baisse de 34,5% à 44,884 MTND, une marge d'EBITDA réduite de moitié et un résultat net déjà fragilisé (-1,533 MTND en 2019) atteignant un creux de -8,430 MTND en 2020. Néanmoins, il est important de noter des signes de reprise sur les exercices suivants, notamment avec une rentabilité nette de retour en territoire positif. La diversification du schéma de revenu (cf. THEME 1) s'avère un point clé pour la société, qui sera, comme l'ensemble du secteur, confrontée à des chocs externes durant les prochaines années.

## Evolution de certains agrégats de rentabilité : 2019/2020/2021 (résilience COVID-19)



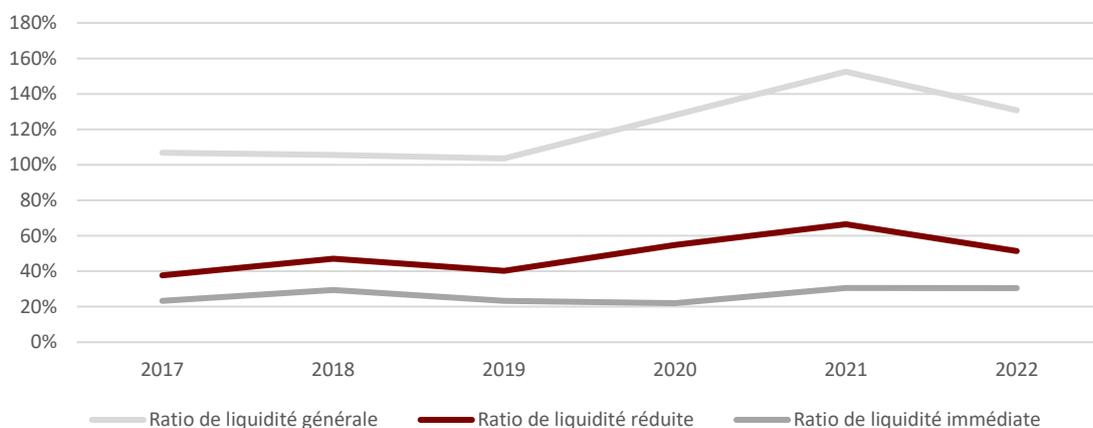
▪ **THEME 4 – UNE POSITION DE TRESORERIE A RENFORCER SUR LES PROCHAINS EXERCICES**

La société dispose d’une position de trésorerie reflétée par des ratios de liquidité fluctuants sur les derniers exercices, se situant globalement au-dessous des normes de bonnes pratiques tout au long de la période 2017-2022.

Le ratio de liquidité générale a témoigné d’une amélioration considérable entre 2017 et 2021, passant de 106,8% à 152,5% pour atteindre 130,9% en 2022. En ce qui concerne le ratio de liquidité réduite, apprécié par le rapport entre le total actif hors stock et le total passif courant, il ne reflète pas réellement de véritable risque de solvabilité à court terme pour cause de surstockage ou de risque de non-commercialisation des produits de la société.

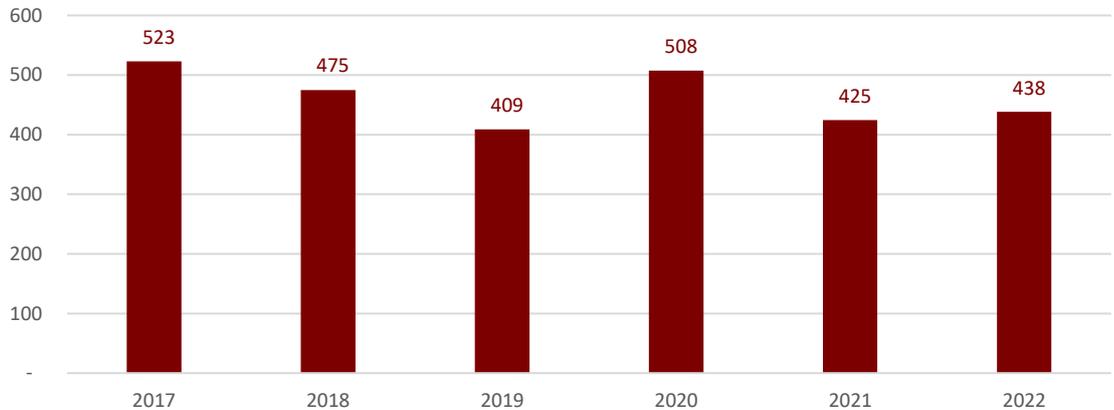
Le ratio de liquidité immédiate est directement influencé par les ratios de liquidité réduite et générale, étant donné que ces derniers reflètent un faible niveau de liquidité à disposition pour la société. En conséquence, le niveau de la liquidité immédiate indique des défis en termes de disponibilité de liquidités à court terme et un besoin constant de financement externe. Le besoin, en matière de liquidité de la société, s’explique par une carence en matière de marge industrielle et de gestion des charges financières et non par des problématiques de commercialisation et de recouvrement.

Evolution des ratios de liquidité générale, réduite et immédiate



L’intervalle défensif de MSC a suivi une trajectoire volatile sur la période 2017-2022, passant de 523 jours à 438 jours. Malgré la diminution du nombre de jours sur la période, il demeure en ligne avec le minimum requis, ce qui confirme que les besoins de liquidités ne sont pas inhérents à une surcharge de frais opératoires.

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



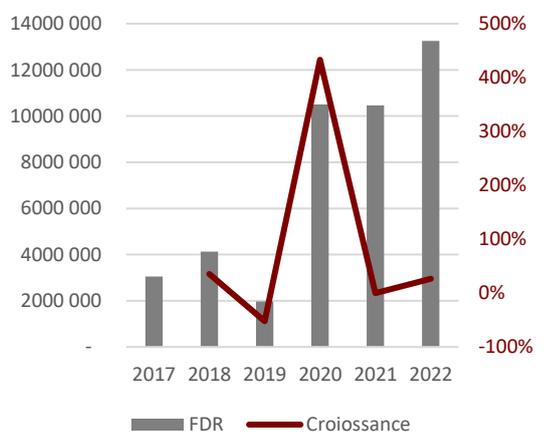
Par ailleurs, la mission a observé un BFR en baisse sur la période 2019-2021, puis enregistrant une forte augmentation sur l'exercice 2022 (+130,8%, ayant pour résultat un BFR de 263 jours du chiffre d'affaires, contre 176 jours une année auparavant). Cette hausse est tirée par un développement des stocks (correspondant à 196 jours du chiffre d'affaires contre 152 jours en 2021), mais aussi une baisse de 43% des comptes fournisseurs dont le délai moyen de paiement s'élève à 14 jours du chiffre d'affaires seulement contre un niveau plus confortable une année auparavant (38 jours). Il y a, toutefois, lieu de mentionner que la société a fait preuve d'une plus grande vigilance sur les délais de paiement de ses clients sur l'exercice 2022, avec des créances à la clientèle qui représentent 51 jours du chiffre d'affaires contre 64 jours en 2021. La mission préconise une diminution du délai de rotation des stocks et une négociation de délais de paiement des fournisseurs plus longs afin de maîtriser davantage le BFR et ses enjeux sur la liquidité de MSC et ses capacités financières.

Néanmoins, ce besoin grandissant en fonds de roulement est couvert par un fonds de roulement en quasi-amélioration continue sur la période 2018-2022, s'établissant à plus de 13 MTND en 2022 (contre 3 MTND en 2017).

### Evolution du Besoin en Fonds de Roulement

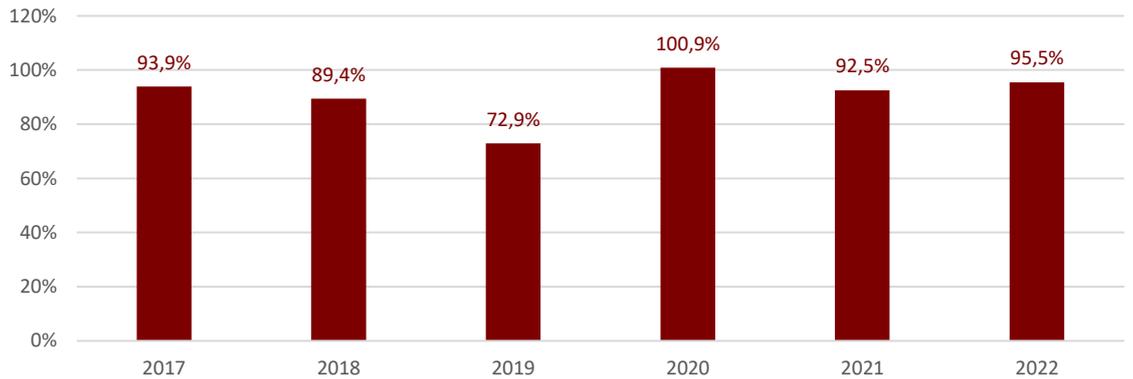


### Evolution du Fonds De Roulement



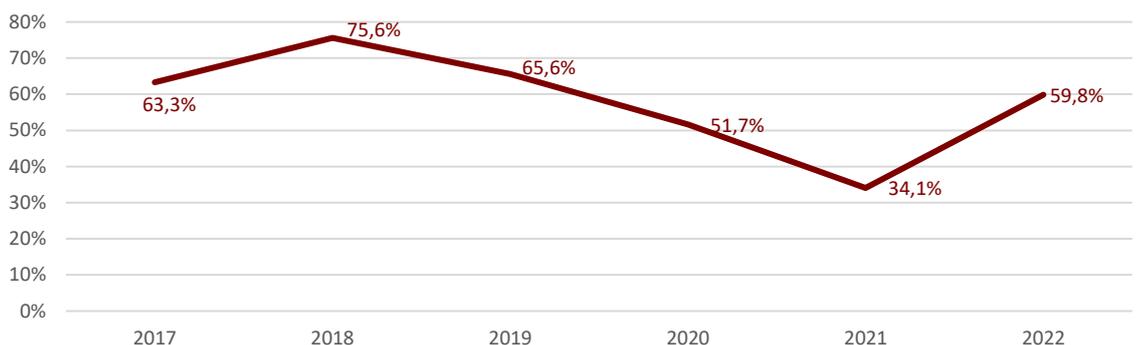
La mission de Notation juge que la société est moyennement capable de financer ses actifs immobilisés par ses capitaux permanents, le ratio du financement des investissements ayant baissé entre 2017 et 2019, passant de 94% à 73%, pour se stabiliser, à partir de l'année suivante, et atteindre 95,5% en 2022. En cas de besoin d'investissement, un apport de capitaux à long terme est requis.

## Evolution du ratio de financement des investissements



La mission de Notation a observé une tendance baissière de la part de la dette à court terme dans le financement total de MSC sur la période 2019-2021 (passant de 75,6% en 2018 à 34,1% en 2021). Néanmoins, cette part est repartie à la hausse sur l'exercice 2022 au vu d'une dette à court terme qui a plus que doublé (+179,5%) pour atteindre 39,753, soit 59,8% du financement total de la société.

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



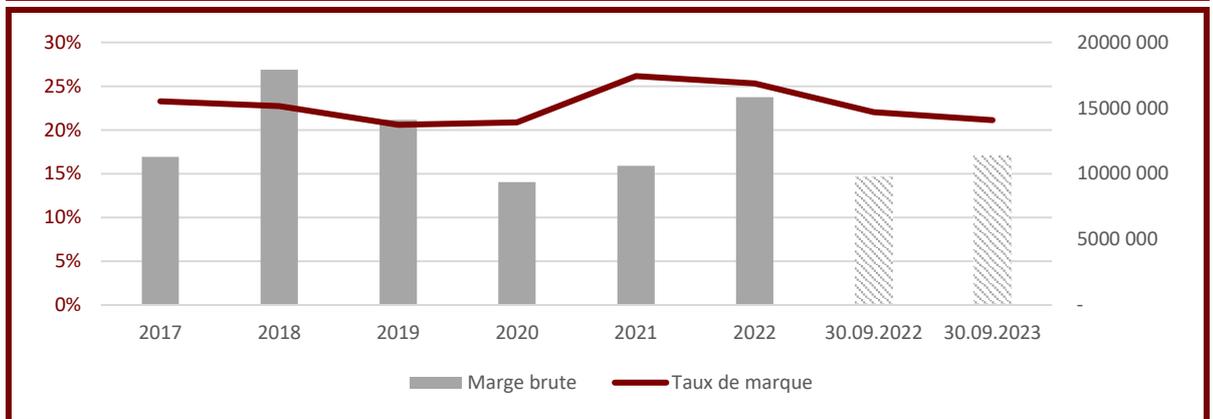
La mission de Notation a observé une situation de liquidité moyenne, bien que la société reste en capacité d'honorer ses engagements financiers, en dépit de sa rentabilité sur les derniers mois. Une gestion plus optimisée des besoins de financement est recommandée, avec un apport de capitaux propres et une gestion industrielle à plus forte valeur ajoutée.

■ **THEME 5 – UNE RENTABILITE INDUSTRIELLE A CONSOLIDER, FORTEMENT IMPACTEE PAR LES BESOINS EN MATIERE DE FINANCEMENT**

La mission de Notation a constaté une tendance baissière des agrégats de rentabilité de MSC sur la période 2019-2020, où la société a affiché deux exercices déficitaires, pour, ensuite, entamer une reprise à partir de l'exercice 2021.

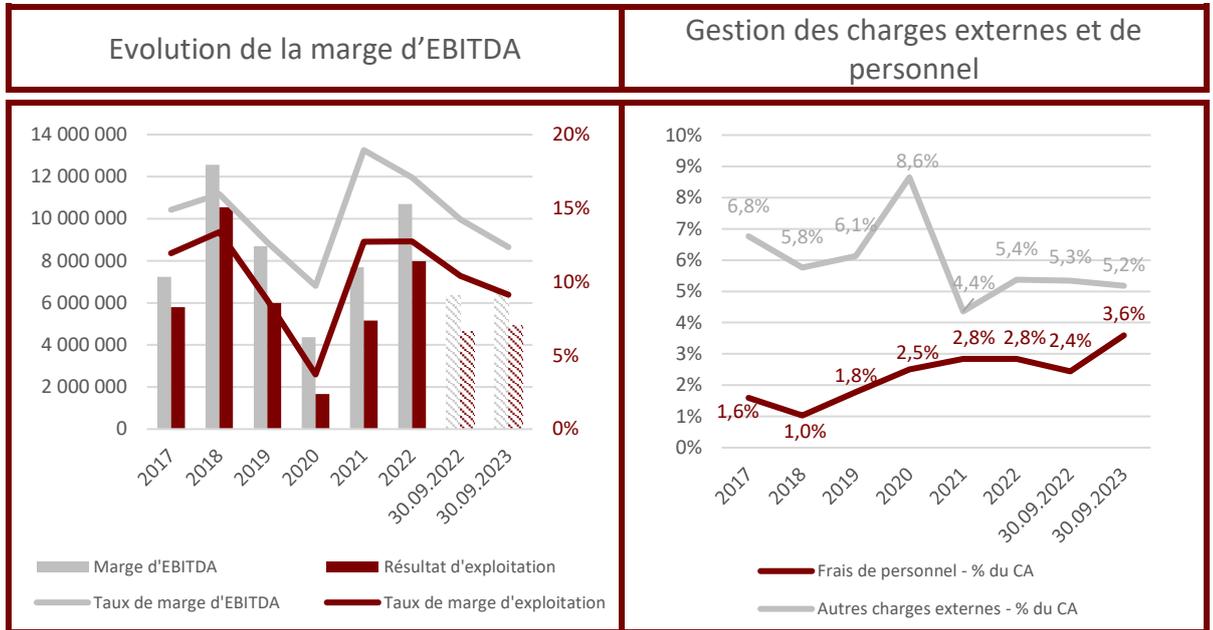
La marge brute de la société, après une dégradation observée sur les exercices 2019 et 2020, s'est établie à des niveaux plus satisfaisants sur les deux exercices suivants, en affichant une amélioration de respectivement 13,2% et 49,3% pour se situer à 10,611 MTND et 15,838 MTND, soit des taux de marge brute de 26,2% et 25,3%. Au cours de l'exercice 2021, la société a fait preuve d'une maîtrise rigoureuse des coûts d'approvisionnement. Néanmoins, l'année 2022 a témoigné d'une flambée de ces coûts, avec des achats consommés qui ont plus que doublé (+159,9% à 50,834 MTND). Ceci s'explique par un développement remarquable du volume d'activité (+54,3% à 62,584 MTND), couplé à un contexte macroéconomique de hausse des prix des matières premières suite à la guerre en Ukraine. Il est à noter qu'au terme des 9 premiers mois de l'exercice 2023, la marge brute de la société s'est améliorée de 15,9% en glissement annuel pour se situer à 11,352 MTND, correspondant à un taux de marge brute légèrement inférieur à celui affiché une année auparavant (respectivement 21,1% vs. 22%). Les niveaux de marges brutes restent insuffisants pour la société et ne permettent pas d'envisager un niveau satisfaisant de rentabilité, notamment au regard des charges de financement de l'activité.

Evolution de la rentabilité brute

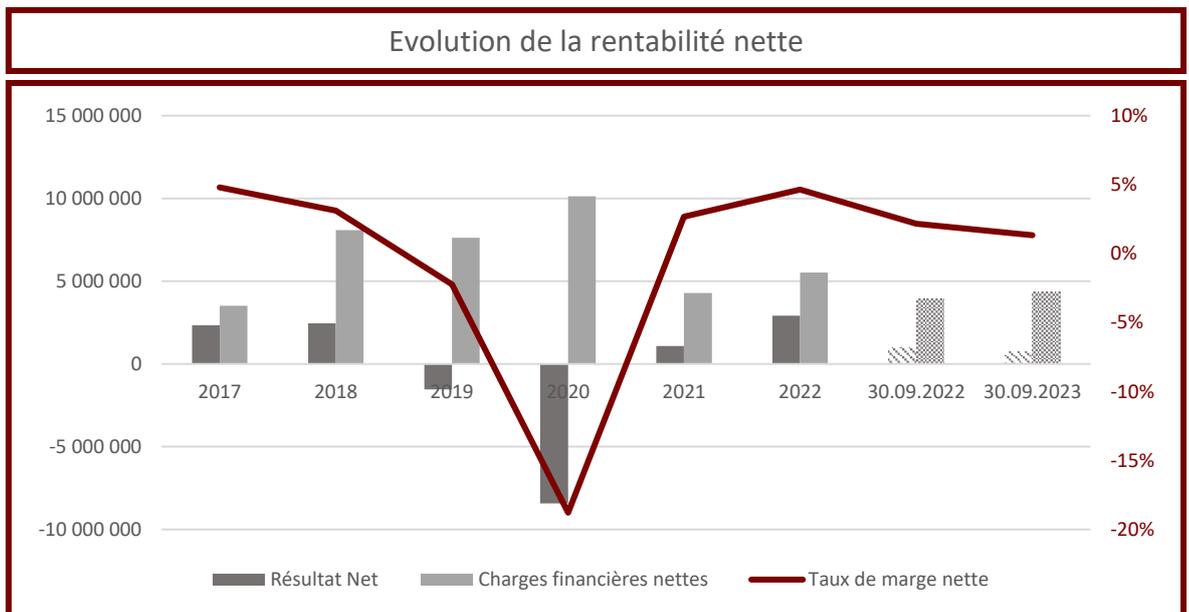


La marge d'EBITDA et le résultat d'exploitation ont suivi la même tendance que la marge brute. L'amélioration constatée sur les exercices 2021 et 2022 revient principalement à la maîtrise des charges d'exploitation, en plus d'un niveau d'activité plus confortable pour la société. En effet, les autres charges externes demeurent maîtrisées, représentant une moyenne de 4,9% du CA (en dépit d'une hausse de 90% en 2022). Quant aux frais de personnel, ils ont affiché leur plus haut niveau sur la période d'analyse en 2022 (+54,2% en rythme annuel à 1,780 MTND, soit 2,8% du CA). De ce fait, la société a affiché un taux de marge d'EBITDA moyen de 18% sur la période 2021-2022 et un taux de marge d'exploitation moyen de 12,7% sur la même période. Au cours des trois premiers trimestres de l'exercice 2023, MSC a enregistré une marge d'EBITDA en légère amélioration de 4,8% en rythme annuel à 6,639 MTND, soit un taux de marge de 12,4% contre 14,2% une année auparavant.

Quant au résultat d'exploitation, il a progressé de 5,9% sur la même période pour se situer à 4,900 MTND, soit un taux de 9,1% contre 10,4% au 30.09.2022.

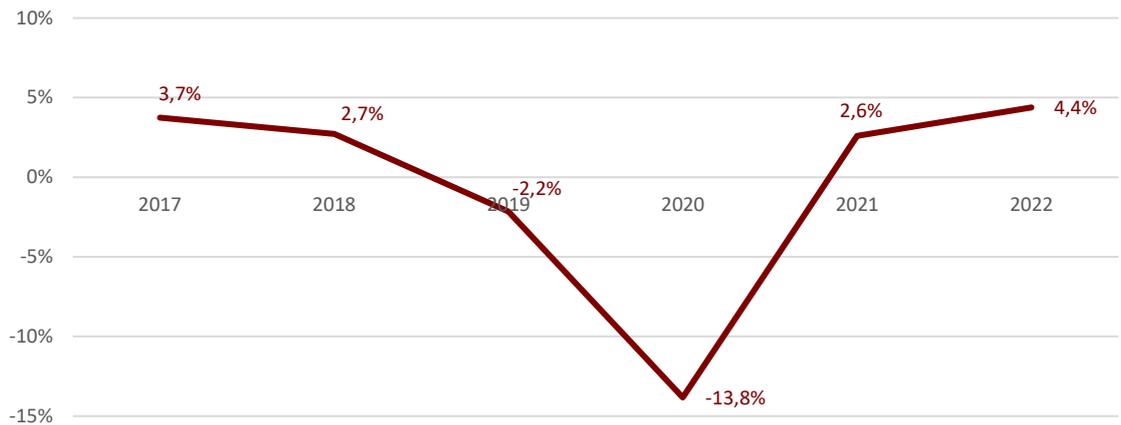


Le résultat net de la société a connu une baisse sur la période 2019-2020, passant de 2,449 MTND en 2018 à un creux de -8,430 MTND, notamment au vu du contexte du COVID-19 et de l'augmentation des charges financières sur la même période. A partir de 2021, la mission constate un redressement du résultat net de MSC pour se situer à 2,912 MTND en 2022, grâce, entre autres, à l'établissement des charges financières à des niveaux plus supportables pour la société. Il est à noter qu'au terme des 9 premiers mois de l'exercice 2023, la société a enregistré un résultat net de 0,712 MTND, contre 0,960 MTND une année auparavant. Une tendance baissière sur la période, suite à des charges financières en hausse (+10,2% en glissement annuel à 4,336 MTND).



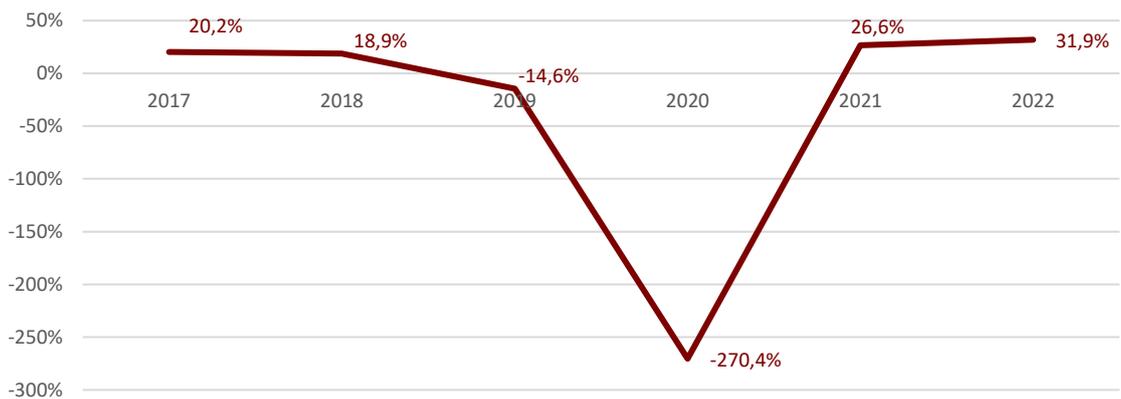
La mission de Notation a constaté que MSC présente une rentabilité modérée de ses actifs, sur l'exercice 2022, s'établissant à un niveau supérieur à ceux affichés historiquement (avec un ROA s'établissant à 4,4%, contre une moyenne de -1,4% sur la période 2017-2021). Ce niveau de ROA témoigne d'une capacité intermédiaire à créer du profit à partir de la base d'actifs de la société.

Evolution du ratio de rentabilité des actifs



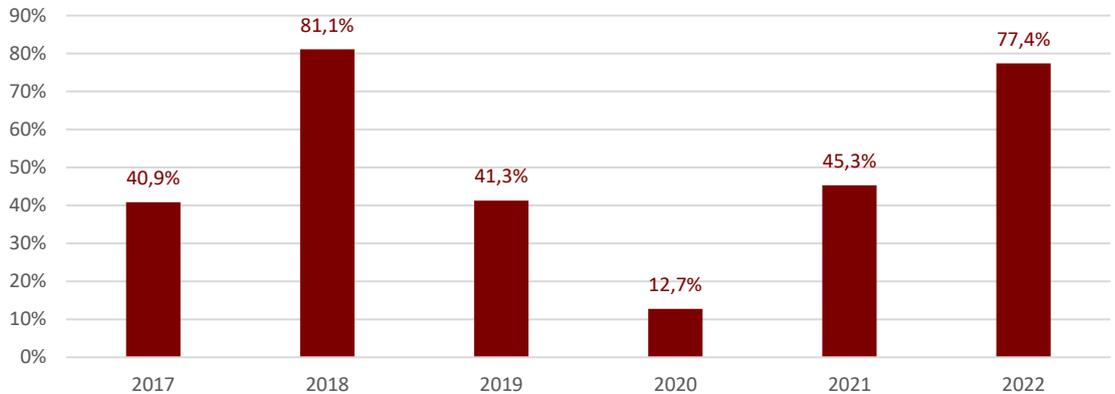
La société affiche, cependant, un niveau satisfaisant en matière de rentabilité des capitaux propres, avec un ROE de 31,9% en 2022, contre une moyenne de -43,9% sur la période 2017-2021. Un résultat qui s'explique par les carences en termes de capitaux propres de la société.

Evolution du ratio de rentabilité des fonds propres



Par ailleurs, MSC bénéficie d'un retour sur investissement fluctuant sur la période d'analyse, mais dont la tendance est devenue favorable à partir de 2021, se situant à 77,4% en 2022, notamment au vu d'une rentabilité qui s'est nettement améliorée sur le même exercice, avec un Résultat Net passant de 1,082 MTND en 2021 à 2,912 MTND en 2022.

## Retour sur investissement



Globalement, la mission de Notation a observé une rentabilité qui a retrouvé ses niveaux historiques à partir de 2021, après une période de perturbations. Cela a été rendu possible grâce à une activité en expansion, couplée à une meilleure maîtrise des charges, aussi bien d'exploitation que financières. Néanmoins, les résultats relatifs aux 9 premiers mois de l'exercice 2023 ont exposé une légère contraction de la rentabilité de la société, notamment à cause de charges financières qui sont reparties à la hausse. La maîtrise de ces charges, aussi bien en termes de coût que de structure, en plus de la consolidation de la marge industrielle, représentent un défi pour la société sur le court à moyen terme.

## ■ THEME 6 – UNE PRODUCTIVITE EN EXPANSION ET UNE GOUVERNANCE EN CONSOLIDATION

L'usine de MSC, située à Djebel Oust, est un site industriel, entré en production en 2010. MSC se distingue par une stratégie commerciale axée sur la vente de ses produits à deux catégories de clients bien définies : les clients finaux et les clients inter-sites, qui sont les points de vente de sa société mère, SOQUIBAT. Cette approche stratégique vise à stimuler la croissance du chiffre d'affaires de MSC en exploitant diverses stratégies, telles que la spécialisation.

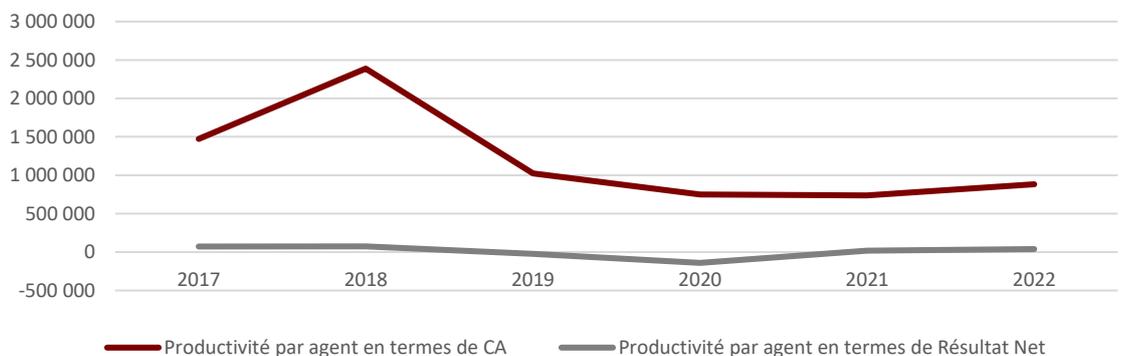
La politique des ressources humaines (volet industriel) consiste à recruter de jeunes diplômés et à les former dès le début de leur parcours professionnel. Pendant la crise de la pandémie, cette approche a engendré une polyvalence qui a permis à l'usine de maintenir son activité, même avec un effectif réduit. Sur le plan managérial, bien que le management démontre une efficacité appréciable dans la gestion de la société, la mission de Notation met en avant un risque non-négligeable, celui du partage de direction avec SOQUIBAT, un risque que la mission de Notation préconise d'atténuer afin d'éviter toute situation de conflit d'intérêt potentiel.

MSC tire parti de la force de vente de SOQUIBAT pour propulser son développement. La société est actuellement engagée dans d'importants investissements visant l'intégration d'un nouveau produit spécialisé : la découpe et le perçage de poutrelles. Pour promouvoir ce lancement, elle prévoit d'étendre son activité en Europe et de participer à des salons internationaux.

Il est à noter que la société se sert de l'ERP SAGE pour garantir un suivi efficace et générer quotidiennement des rapports de suivi. La fonction de contrôle de gestion, dont l'implémentation reste en cours de finalisation, est un atout non négligeable pour la gouvernance de MSC.

Concernant la productivité par agent en termes de chiffre d'affaires et de résultat net, elle a suivi une trajectoire similaire au cours de la période 2017-2022. Après avoir atteint un sommet appréciable en 2018, ces agrégats ont connu une baisse significative à partir de 2020, avec un chiffre d'affaires chutant fortement et un résultat net atteignant un niveau déficitaire. Cette tendance a, toutefois, été inversée à partir de 2021, marquant une reprise bien que les performances observées ne soient pas équivalentes à celles d'un exercice satisfaisant tel que 2018. La mission de Notation constate, néanmoins, cette amélioration comme un signal positif pour la société.

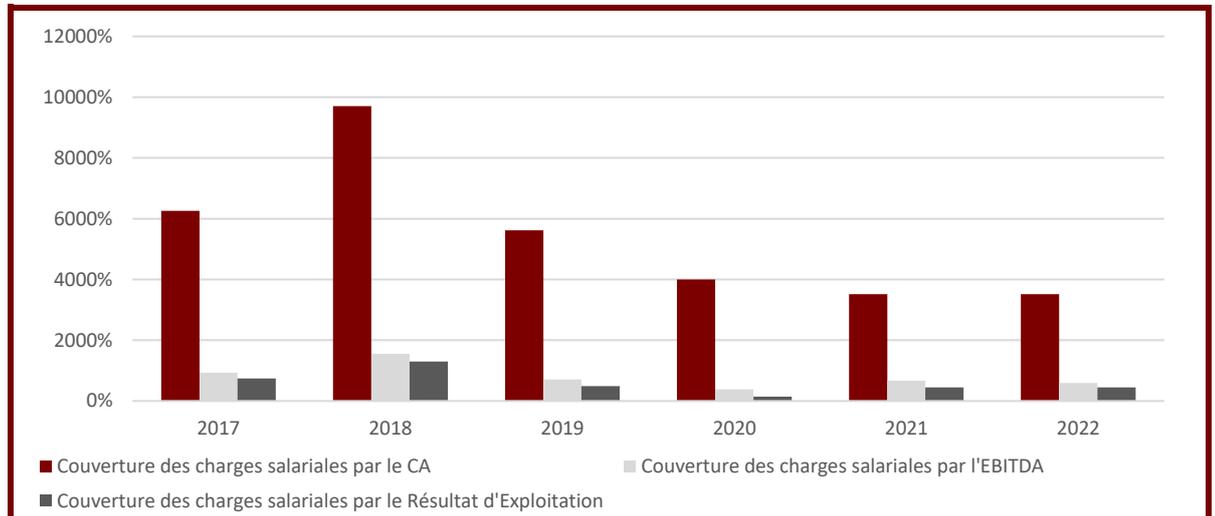
Evolution de la productivité en termes de Chiffre d'affaires et de Résultat Net





La mission juge que la capacité de MSC à couvrir ses charges salariales par le chiffre d'affaires, l'EBITDA et le Résultat d'Exploitation est à des niveaux appréciables.

## Taux de couverture des charges salariales par l'activité





## FACTEURS DE NOTATION – MSC

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



## PERSPECTIVE ET ÉVOLUTION DES PARAMÈTRES DE NOTATION

| NOTATION  | PERSPECTIVE |
|-----------|-------------|
| BBB (TUN) | Stable      |

| PARAMÈTRES D'AMÉLIORATION DE LA NOTE              | PARAMÈTRES DE DÉGRADATION DE LA NOTE           |
|---|--|
| Renforcement de la marge industrielle             | Maîtrise et polyvalence du matériel industriel |
| Autonomie financière                              | Optimisation de la matière première            |
| Optimisation des délais de règlement fournisseurs | Veille technologique                           |
| Indépendance des organes de prise de décision     | Valeur ajoutée                                 |
| Diversification du schéma de revenu               | Notation souveraine                            |

| FACTEURS D'AMÉLIORATION                                      |
|--|
| Stratégie de recapitalisation                                |
| Stratégie commerciale sur les marchés étrangers              |
| Mise en œuvre effective du projet de centrale photovoltaïque |
| Consolidation de la réorganisation managériale               |
| Renforcement des canaux de distribution                      |

[www.pbrating.com](http://www.pbrating.com)

*Pronoia By Reckon*