



PROJET DE COMPTE RENDU DE NOTATION FINANCIÈRE

SOPAL



2022



SOMMAIRE

SOPAL

INTRODUCTION.....	3
NOTE METHODOLOGIQUE	4
PRESENTATION	9
FICHE DE NOTATION	10
FACTEURS DE NOTATION	32
DIAGNOSTIC DE NOTATION	33

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

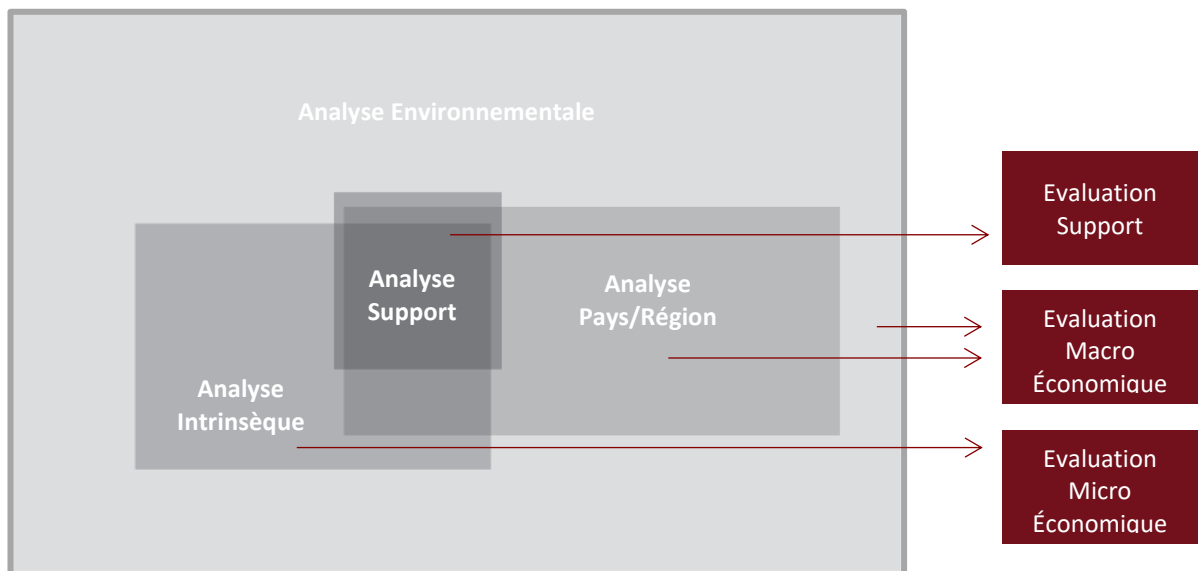
Ce rapport reste sous le sceau de la confidentialité qui régit la collaboration entre PBR Rating et SOPAL. Aucune des deux parties précédemment citées ne peut divulguer, une partie ou la totalité, des informations contenues dans ce rapport sans l'accord explicite de l'autre partie.



PROCESSUS DE NOTATION

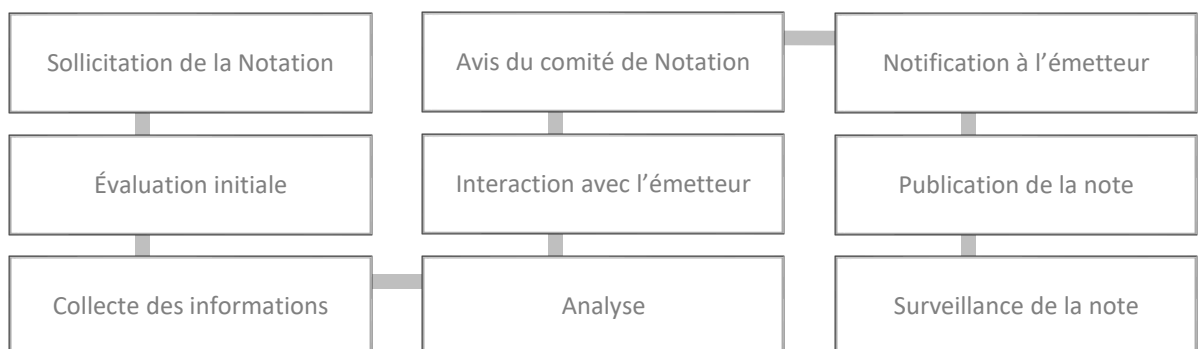
Le système de Notation PBR Rating est basé sur une évaluation multidimensionnelle, opérée sur trois domaines distincts, à travers trois axes temporels :

- 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 :



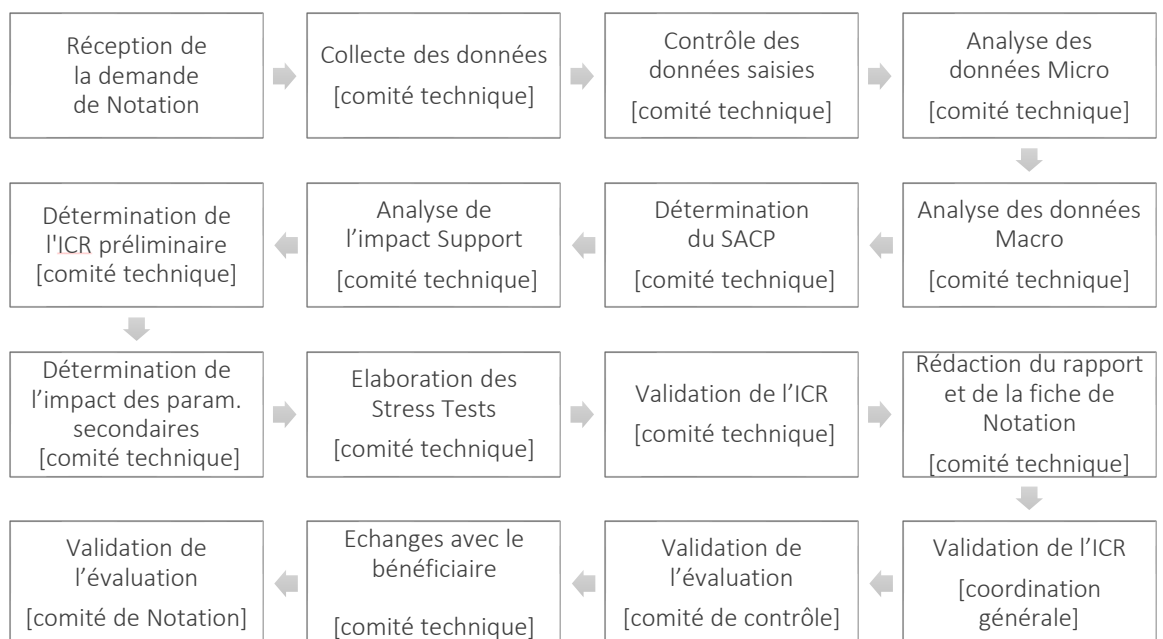
La mise en place de cette procédure de Notation chez PBR Rating obéit à trois principes majeurs :

- 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.

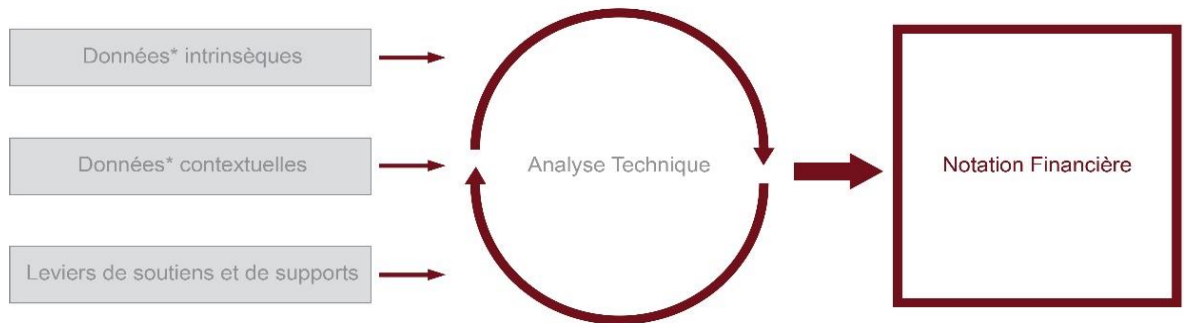
Dans le cadre du processus global de Notation PBR Rating, le sous-process d'analyse revêt une importance majeure dans la constitution des dossiers de Notation. Il englobe l'ensemble des phases techniques de collecte et de traitement des informations, puis les phases d'analyse, ensuite les phases de rédaction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



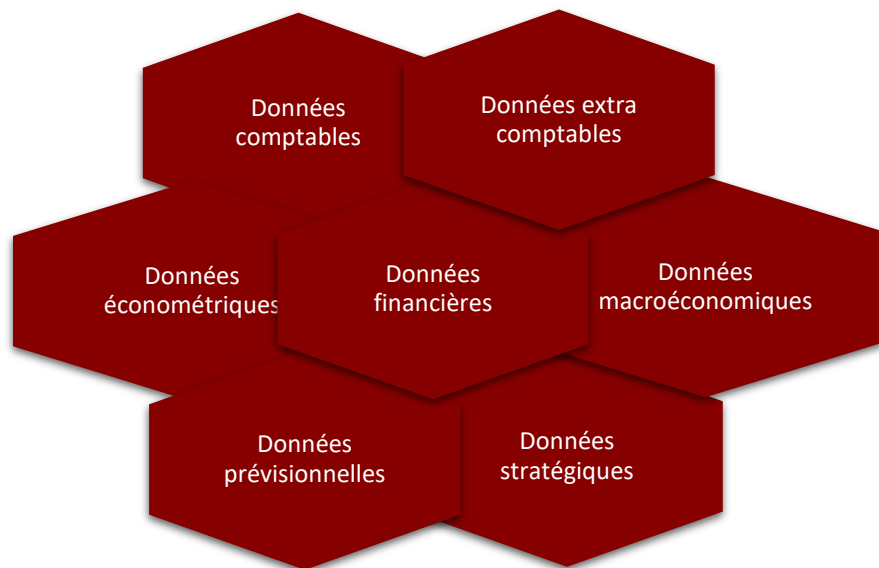


DONNEES DE BASE POUR L'EVALUATION

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				
	RD	0→50	Défaut	Risque de défaut avéré	C9	
	D	< 0				



FICHE DE NOTATION

SOPAL

Dénomination officielle



Informations clés

Pays	Tunisie
Produits d'exploitation	199 188 533 TND (2021)
EBITDA ajusté	50 194 425 TND (2021)
Résultat d'exploitation	36 644 269 TND (2021)
Résultat Net	25 082 684 TND (2021)
Capitaux propres	114 722 434 TND (2021)
Total actifs	204 184 495 TND (2021)
Président du Conseil	Monsieur Mohamed Regayeg
Directeur Général	Monsieur Mahdi Regayeg

Mission

Notation	Qualité Financière
Type de mission	Notation initiale
Exercice	2022
N° dossier	059.005.022.004
Représentant	Monsieur Jamel Yaich
NOTATION	A (Tun), avec perspective stable



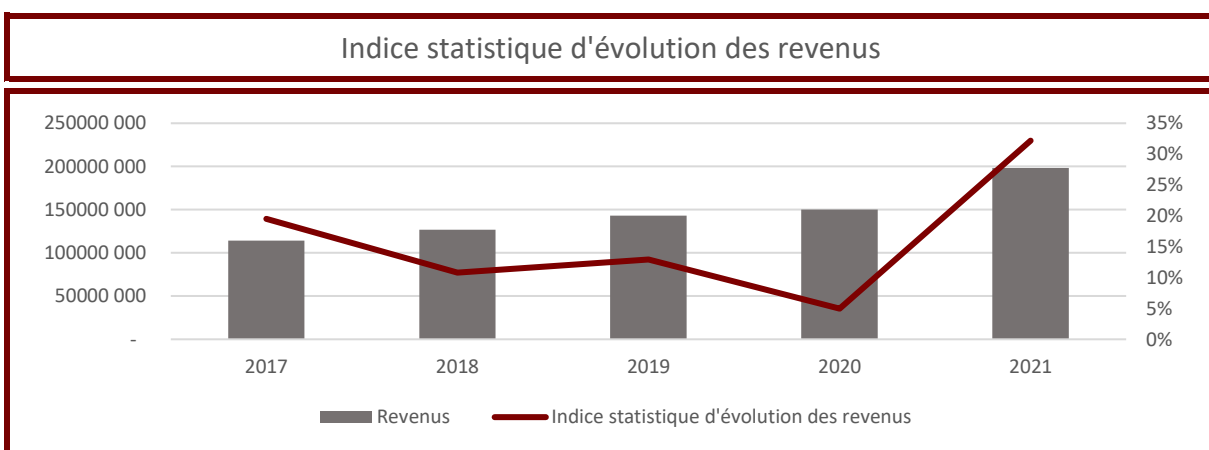
▪ **THEME 1 – LE DEVELOPPEMENT ET LA DIVERSIFICATION, AU CŒUR DE LA STRATEGIE COMMERCIALE DU GROUPE**

Créée en 1981, le groupe SOPAL s’est propulsé en tant que référence sur le marché de la plomberie sanitaire et de robinetterie. De la production de connecteurs et de robinetteries, à la fabrication de cabines de douches en passant par la création d’ustensiles de cuisines, la société s’est dotée, durant ses années d’existence, d’une panoplie de solutions dans plusieurs domaines annexes à son activité historique en réponse à un besoin de croissance et de diversification. Cette diversification a été matérialisée par une croissance organique via la mise en place de filiales et, ainsi, un positionnement significatif sur plusieurs secteurs d’activité.

Avec plus de 40 ans d’expérience, le groupe a pu développer des synergies internes afin d’optimiser la production et gagner en termes de coûts et de marges. A cet effet, le groupe a opéré des modifications stratégiques de l’organisation, par la centralisation, au niveau de la société mère, de la prise de décision pour la gestion des approvisionnements et la mise en place de plannings de production. Ce passage à une organisation Corporate a été porté par un support technique à travers la mise en place d’une batterie de solutions informatiques couvrant toutes les activités du groupe.

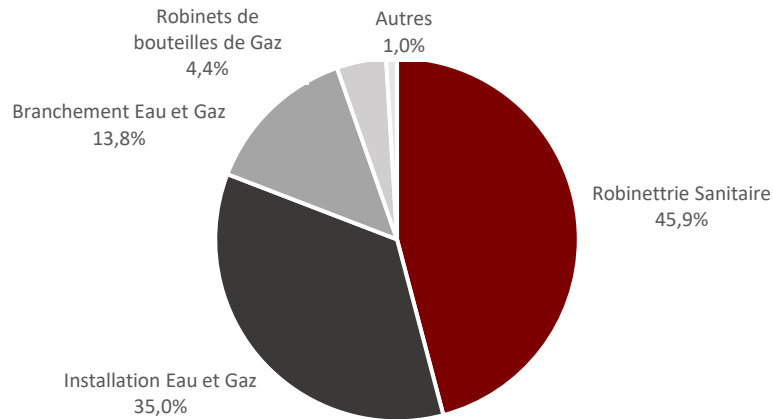
Jouissant d’une position de leader sur le marché de la robinetterie et du sanitaire, SOPAL commercialise ses produits à travers des revendeurs et grossistes agréés. Les revenus du groupe sont également composés de marchés publics à appel d’offres tels que les marchés de la SONEDE, des marchés remportés par le groupe durant les dernières années au vu de ses prix compétitifs et d’une capacité industrielle qui lui permet désormais de prendre en charge d’importantes commandes. En effet, SOPAL a mis en place une unité industrielle supplémentaire afin de pouvoir répondre aux appels d’offres sans empiéter sur le rythme habituel de la production.

Les revenus du groupe SOPAL ont suivi, sur la période 2017-2020, une tendance haussière mais affichant, néanmoins, un taux de croissance en baisse, passant de 19,5% en 2017 à 4,9% en 2020. Par ailleurs, les revenus du groupe ont réalisé, en 2021, un bond de 32% pour atteindre un chiffre d’affaires de 199 MTND, porté principalement par le marché local. En effet, en faisant face à l’augmentation du prix de la principale matière première utilisée, en l’occurrence le lait, le groupe a répercuté cette variation sur son prix de vente, d’où cette augmentation significative du chiffre d’affaires. L’exercice 2022 se présente avec un volume d’affaires en légère hausse par rapport à 2021, toutefois en deçà des prévisions initiales.



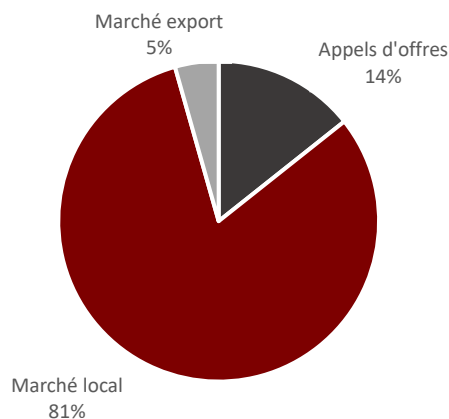
Les revenus de la société mère SOPAL proviennent principalement de 4 gammes, la Robinetterie Sanitaire, activité principale en termes de chiffre d'affaires (avec une contribution de 45,9%), suivie par les Installations et les Branchements Eau et Gaz (représentant respectivement 35% et 13,8% du chiffre d'affaires) et, en dernier lieu, les Robinets de bouteilles de gaz (4,4%).

Répartition des revenus de la société SOPAL par gamme de produit (2021)



La mission de Notation constate que les ventes du groupe SOPAL sont principalement concentrées sur le marché local à travers la vente de robinets et autres articles destinés à l'habitat, à hauteur de 81%, ainsi que l'installation de branchements Eau et Gaz pour le compte de la SONEDE (14,3%). Par ailleurs, l'activité du groupe au niveau de l'export est encore en phase de croissance et le management prévoit, durant les prochaines années, d'atteindre 25% du chiffre d'affaires sur les marchés étrangers, principalement sur les pays sub-sahariens.

Répartition des revenus de la société SOPAL par marché (2021)



Dans le cadre de son développement, le groupe SOPAL a opté pour la diversification des produits offerts, à travers la création de filiales et, ainsi, l'intégration de plusieurs métiers à son activité historique :

AQUAPLAST : Détenue exclusivement par SOPAL SA, celle filiale, créée en 2005, se spécialise dans la production d'articles de vidage par l'injection de plastique.

SANA : Spécialisée dans la fabrication d'accessoires de salles de bain, la filiale a été créée en 2006 et est détenue à hauteur de 99% par la société SOPAL SA.

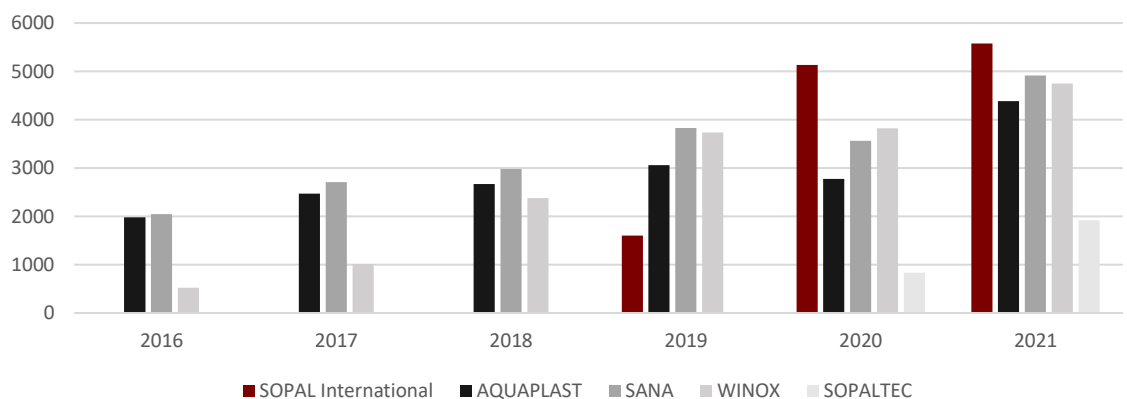
TICAD : Cette filiale, spécialisée dans la fabrication de cabines de douches, a été créée en partenariat avec des italiens afin de compléter la gamme de produits de salles de bain. Au terme de l'année 2022, TICAD est détenue à hauteur de 99,5% par le groupe SOPAL suite, notamment, à l'augmentation de capital de 0,3 MTND le portant à 0,6 MTND.

WINOX : Créée en 2013, elle a pour objet la fabrication de couverts de tables et d'ustensiles de cuisine moyenne et haute gamme en inox.

SOPAL International : Filiale créée dans une optique d'optimisation des coûts de transport des marchandises des filiales.

SOPALTEC : Historiquement, il s'agit d'un atelier ayant pour objectif la réparation et la maintenance d'équipements. Grâce à la montée en compétence et à l'expertise acquise, l'activité de SOPALTEC s'est développée pour se diriger vers la création d'équipements, principalement pour le compte de SOPAL SA et, ainsi, pallier les coûts élevés d'investissement en machines pour le groupe.

Répartition des revenus des principales filiales du groupe SOPAL



N'ayant pas de véritable concurrence au niveau national, le groupe SOPAL renvoie une image de leader et d'acteur de référence dans le domaine des articles sanitaires. A travers un processus totalement intégré et un bureau d'études transverse servant de support à toutes les filiales, le groupe intègre plusieurs métiers, notamment la fonderie, le matriçage, l'injection... ; et se dote, ainsi, d'une riche gamme de compétences et de produits. En effet, la montée en compétence sur le plan technologique favorise l'intégration de nouveaux produits qui permettent, entre autres, une économie dans la consommation d'eau et d'énergie mais aussi la production d'une nouvelle ligne de robinets, avec un nouveau design, à l'instar des robinets tactiles.

Par ailleurs, le groupe profite de plusieurs axes de développement potentiels. D'abord, la filiale SOPAL TEC constitue une aubaine pour le groupe, dans la mesure où elle permet de résorber une partie des charges liées aux mises à niveau et réparations de l'outil industriel, d'autant plus qu'à

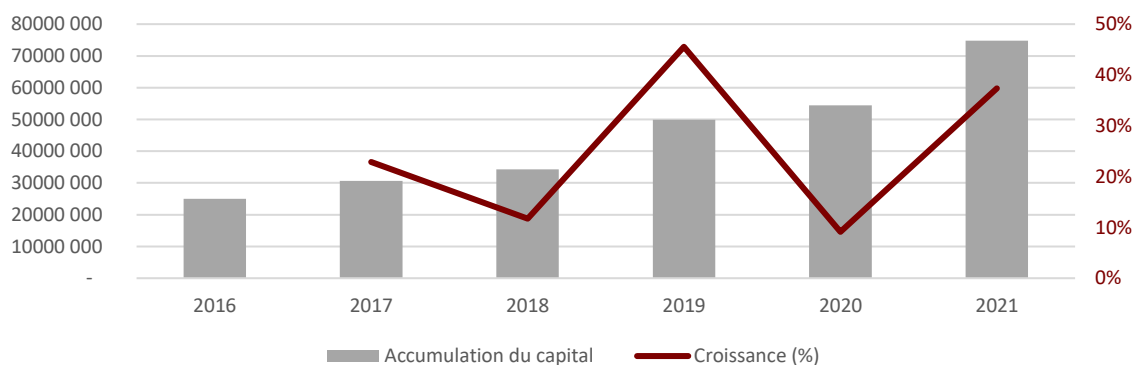


terme, avec les ressources financières et humaines mises à sa disposition, elle pourrait devenir une industrie à part entière et un centre de profit pour le groupe, capable de satisfaire non seulement le groupe SOPAL, mais aussi de vendre ses produits et ses services à d'autres industriels. Ensuite, la mise en place d'une organisation commerciale pour l'export est un enjeu primordial pour ouvrir de nouveaux marchés et permettre, ainsi, au groupe un développement à l'image de ses ambitions.

THEME 2 – UNE STRUCTURE BILANCIELLE SOLIDE ET DES CHARGES MAITRISEES

La mission estime que, sur la période 2017-2021, SOPAL démontre une forte capacité à générer du capital et à renforcer ses fonds propres à travers son activité. En effet, tout au long de la période, la société a pu jouir d'une accumulation de capital (appréciée par les réserves, les résultats reportés et le résultat de l'exercice) en amélioration moyenne de 25,3%, passant de 24,969 MTND en 2016 à 74,746 MTND en 2021, et ce, grâce à une rentabilité soutenue.

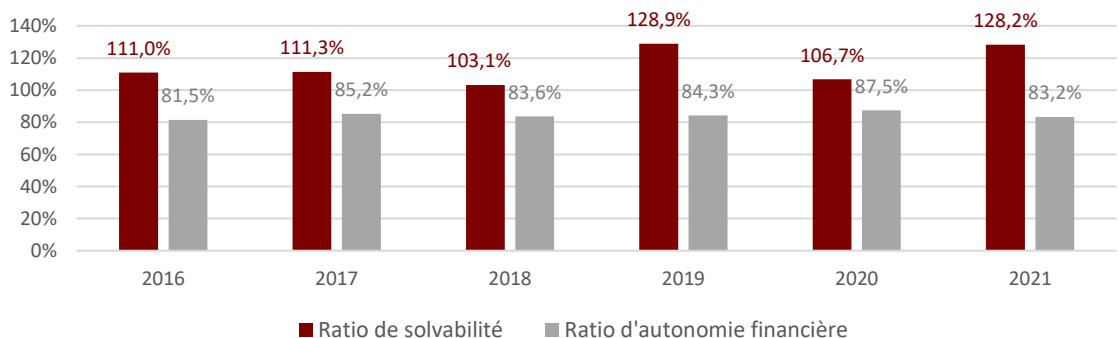
Accumulation du capital



SOPAL affiche un ratio de solvabilité, bien que fluctuant sur la période 2016-2021, à des niveaux largement appréciables (s'établissant à 128,2% en 2021), reflétant une structure bilancielle solide mais aussi une importante capacité de remboursement à terme. Ces niveaux de solvabilité augurent également des perspectives d'évolution favorables pour le groupe, particulièrement au vu du développement continu observé au fil des années (élargissement de la gamme de produits, mise en place de technologies novatrices, développement de l'activité export...).

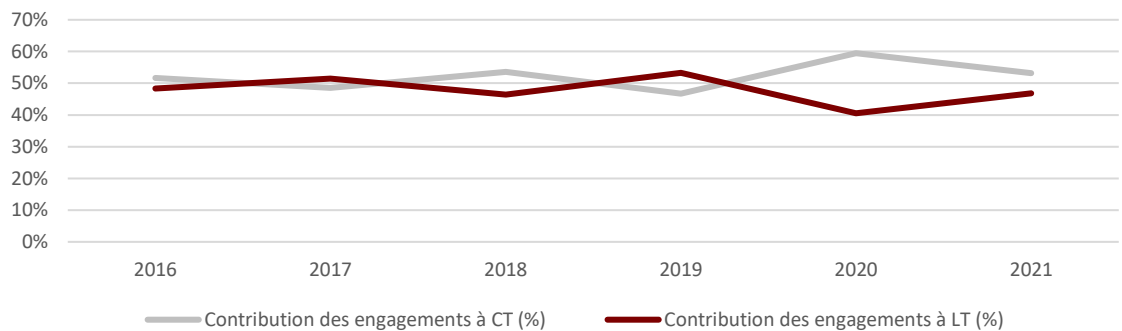
En matière d'autonomie financière, la mission a constaté une stabilisation des principaux indicateurs, à des niveaux plus que satisfaisants sur la période 2016-2021 (une moyenne de 84,2%), témoignant d'une couverture marquée des capitaux permanents du groupe par ses capitaux propres. Ces niveaux reflètent également une soutenabilité importante de l'autonomie financière de SOPAL.

Evolution de la solvabilité et de l'autonomie financière



La structure de la dette financière de SOPAL, sur la période 2016-2021, montre une quasi-égalité 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 52,2% sur 2016-2021 contre une moyenne de 47,8% pour la dette à long terme). La mission de Notation préconise le renforcement de la structure de la dette financière vers la réduction de la propension à CT, afin de bénéficier d'un effet de levier en termes de coûts et de disponibilité des ressources.

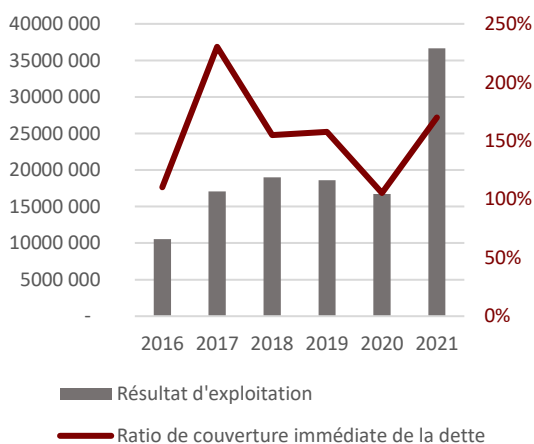
Structure de la dette financière



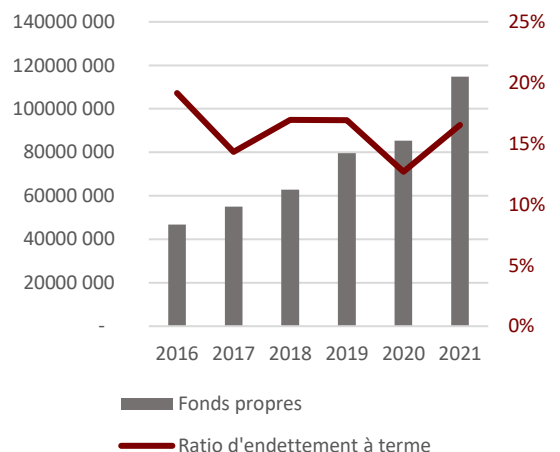
Le ratio de couverture immédiate de la dette a plus que doublé en 2017 (à 230,4% contre 110,2% une année auparavant), au vu de la baisse de la dette à court terme, couplée à une amélioration considérable du résultat d'exploitation. Le même ratio a diminué sur les exercices suivants pour atteindre 105,3% en 2020, une année caractérisée par la baisse de la rentabilité du groupe à cause de la crise liée au COVID-19. En 2021, la couverture de la dette à court terme de SOPAL s'est nettement redressée à un niveau satisfaisant de 169,9%, grâce à une montée en flèche de sa rentabilité.

Concernant la couverture des emprunts à long terme par les fonds propres, la société affiche un ratio d'endettement à terme moyen de 16,1% sur la période 2016-2021, un niveau satisfaisant, reflétant la prédominance du financement interne du groupe par rapport à sa dette LT.

Evolution du ratio de couverture immédiate de la dette

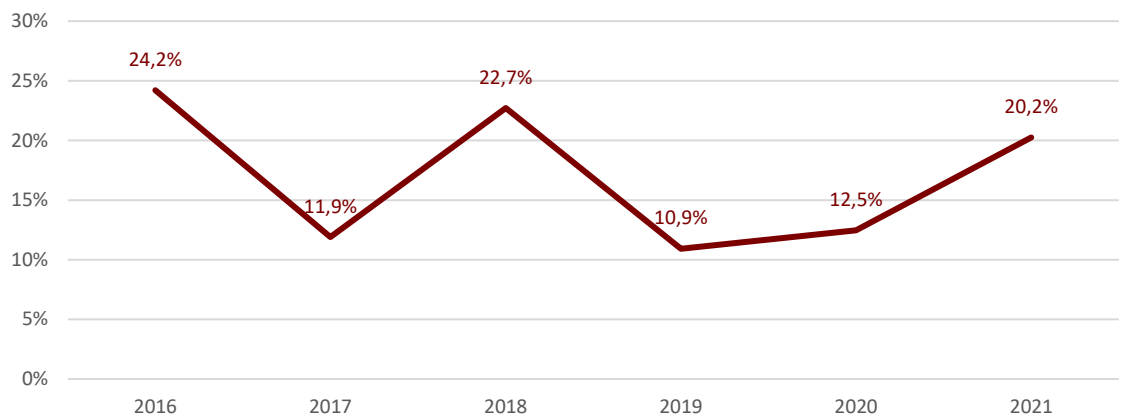


Evolution du ratio d'endettement à terme



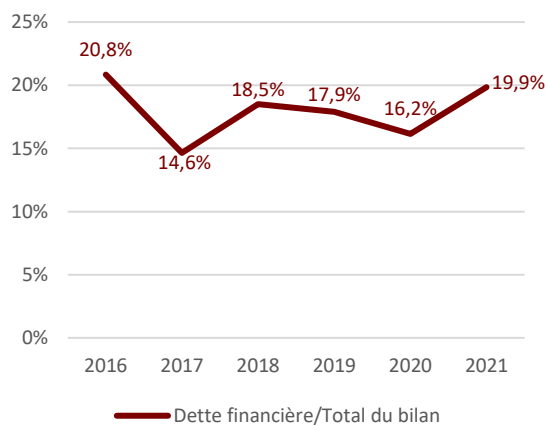
Le gearing du groupe, en dépit de sa hausse sur les derniers exercices (passant de 10,9% en 2018 à 20,2% en 2021), reste à un niveau satisfaisant, traduisant une position de trésorerie solide, marquée par une importante capacité de génération de cash que SOPAL a su maintenir au fil des années. Ainsi, le groupe dispose d'une marge de manœuvre importante en cas de besoin de financement pour ses activités actuelles.

Evolution du Gearing

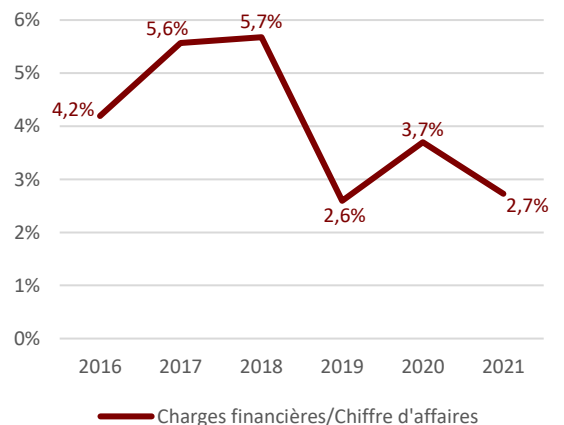


De par sa position bilancielle saine et principalement tirée par un endettement modéré (avec une dette financière représentant 19,9% du total du bilan en 2021), SOPAL arrive largement à maîtriser ses charges financières nettes, qui représentent 2,7% du chiffre d'affaires en 2021. Sur la période 2016-2021, le poids des charges financières nettes (par rapport au chiffre d'affaires) n'a pas dépassé les 6% (un pic de 5,7% en 2018, principalement tiré par des pertes de change au vu de la forte dépréciation du TND face aux monnaies étrangères, puisque la matière première est importée), un niveau acceptable, témoignant de la bonne maîtrise de ces charges.

Poids de la dette financière

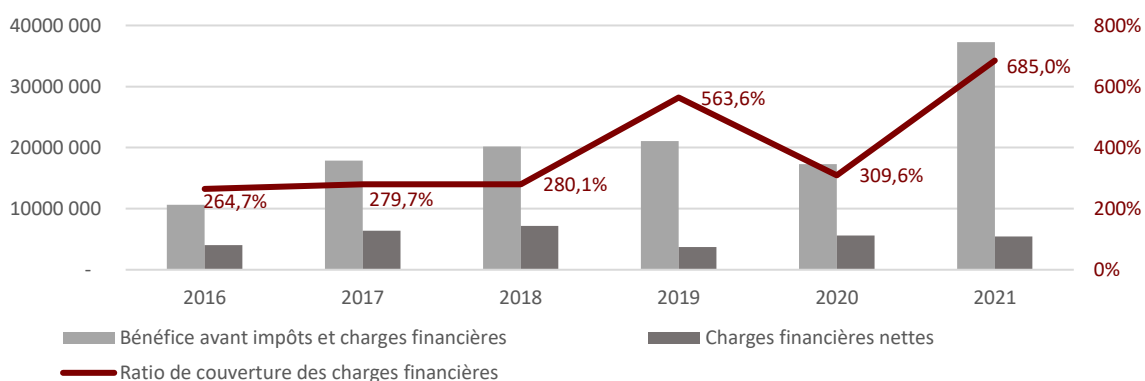


Poids des charges financières nettes



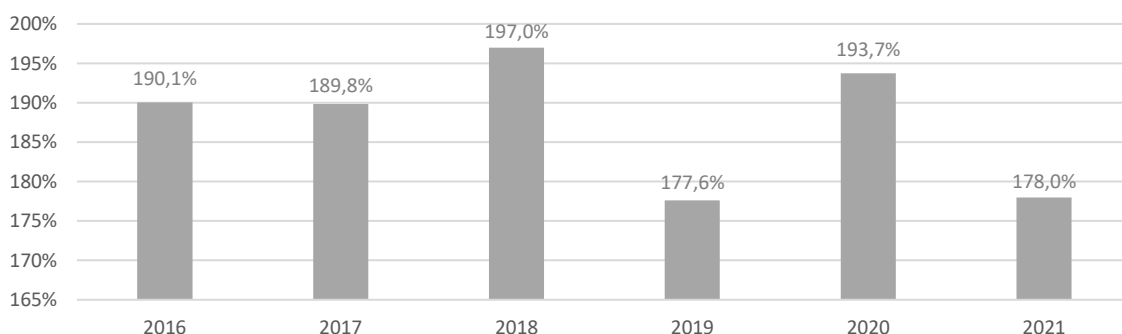
La mission note une amélioration continue du ratio de couverture des charges financières (par le bénéfice avant impôts et charges financières) sur la période 2017-2019 (passant de 264,7% en 2016 à 563,6% en 2019), grâce à une rentabilité soutenue, tirée par une activité dynamique et une maîtrise importante des différentes charges. En 2020, la couverture des charges financières a baissé, tout en restant à un niveau appréciable (309,6%), au vu de la baisse de la rentabilité du groupe. Il y a lieu de souligner une reprise remarquable du même ratio en 2021, atteignant un niveau plus que satisfaisant (685%) et ce, grâce à la montée en flèche de la rentabilité de SOPAL.

Evolution de la couverture des charges financières



Du côté de l'actif, le ratio du levier économique de SOPAL a suivi une trajectoire fluctuante sur la période 2016-2021, tout en restant à des niveaux satisfaisants (une moyenne de 187,7% sur la même période), ce qui témoigne d'un niveau de création d'actifs en ligne avec les moyens de financement importants du groupe.

Evolution du levier économique

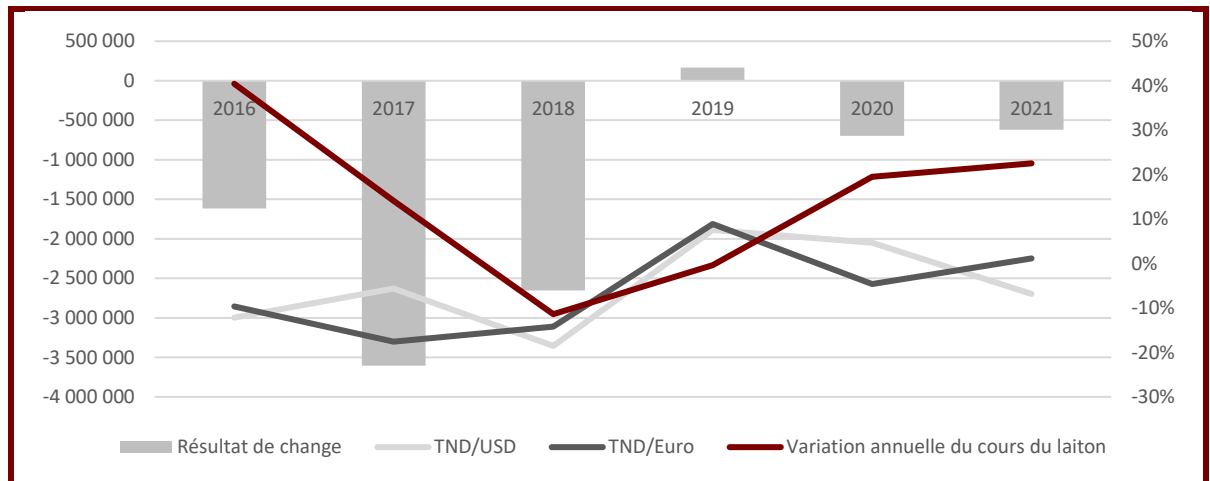


La mission de Notation a observé une structure financière soutenable, caractérisée par un endettement modéré et une importante capacité de génération de cash, au vu d'une activité bénéficiant d'une forte demande sur le marché local où SOPAL détient la position de leader. La mission estime que SOPAL dispose d'une marge de manœuvre confortable en termes de financement de ses activités actuelles.

■ **THEME 3 – UN RISQUE COMMERCIAL MAITRISE AU VU D’UNE POSITION DE LEADER SUR LE MARCHE LOCAL**

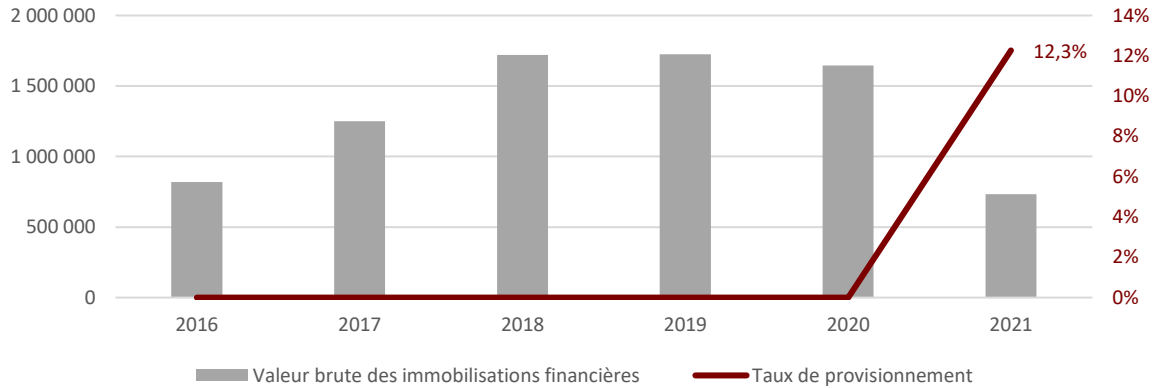
Avec des ventes majoritairement destinées au marché local (90% des ventes de 2021) et une matière première (laiton) importée d’Europe, la mission de Notation estime que SOPAL est exposée à un risque de change important au vu de la tendance globalement baissière du TND face aux devises étrangères sur la dernière décennie, eu égard à un contexte économique fragile. En effet, SOPAL a réalisé des résultats de change nettement négatifs pendant les années de forte dépréciation du TND face aux devises de référence (Euro et USD), notamment sur la période 2016-2018, représentant une moyenne de 48,7% des charges financières nettes de la société mère (la mission n’a pas été en mesure de collecter les données consolidées en la matière). Il convient également de mentionner que ces pertes de change ont été exacerbées par un cours du laiton en augmentation, particulièrement sur les exercices 2016 et 2017 où le cours du métal a crû de respectivement 40,4% et 14,1% (sur une base annuelle). A partir de 2019, le TND a relativement fait preuve de résilience, engendrant un résultat de change légèrement positif en 2019 (166,259 KTND) et faiblement négatif sur 2020-2021 (représentant une moyenne de 13,2% des charges financières nettes sur la même période), en dépit de la hausse du cours du laiton sur les deux derniers exercices (une moyenne annuelle de 21%). Sur le court à moyen terme, les prévisions en termes de cours de laiton et de change sont volatiles au vu d’un contexte mondial instable et de mutations économiques structurelles, notamment suite à la guerre en Ukraine.

Evolution du TND face aux devises de référence



Dans le cadre de l’analyse du portefeuille financier de SOPAL, la mission n’a pas constaté de risque particulier au vu d’un taux de provisionnement nul sur la période 2016-2020, qui s’élève à 12,3% en 2021 suite à une provision de 90,056 KTND sur des titres de participation auprès de la BNA.

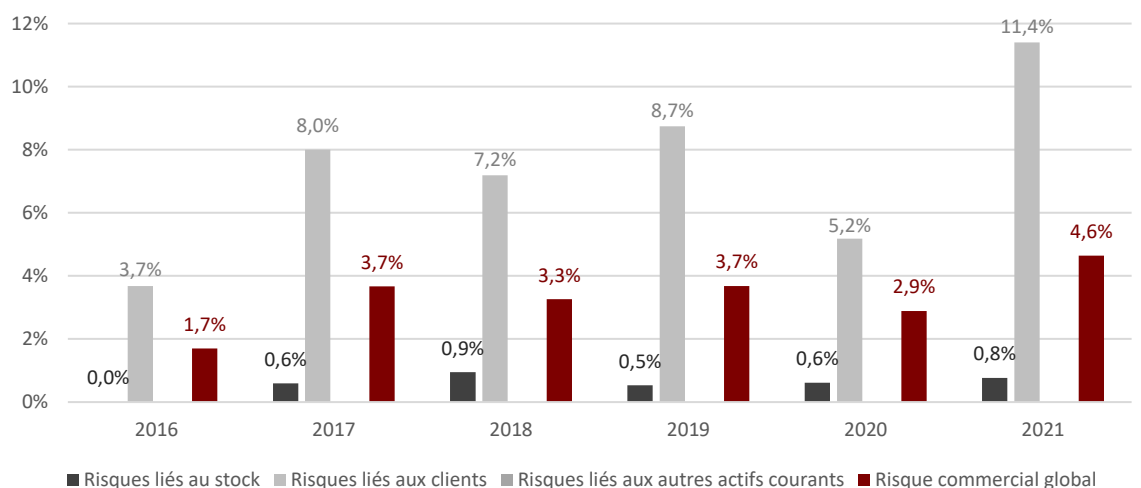
Evolution du taux de provisionnement du portefeuille financier



Du côté de la concentration client, la mission de Notation n'a pas été en mesure de collecter des éléments quantitatifs suffisants sur la structure de la clientèle du groupe. Toutefois et termes de typologie, les grossistes et les revendeurs sont la clientèle principale de SOPAL, qui ne vise pas directement le consommateur final, bien qu'il reste la cible de ses campagnes de communication pour assurer la vente de ses produits à travers ses partenaires ; une stratégie commerciale qui a déjà fait ses preuves et qui a témoigné d'un niveau de risque modéré, au vu du grand nombre de grossistes et de revendeurs, mais également grâce à une politique de recouvrement maîtrisée, dont dépend fortement le risque commercial à court et à moyen terme du groupe.

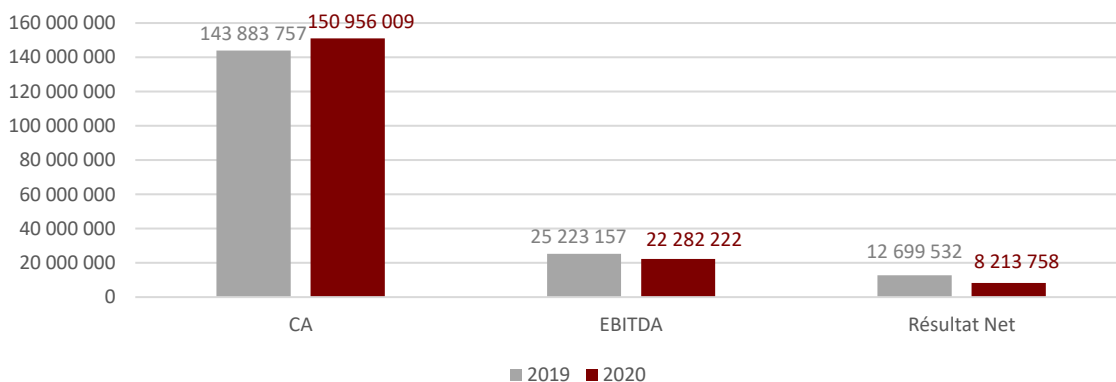
D'autre part, la mission de Notation souligne l'absence de risques significatifs liés aux stocks et aux autres actifs courants, dont les taux de provisionnement ne dépassent pas les 1% sur la période 2016-2021. Toutefois, il y a lieu de mentionner un risque ascendant lié aux comptes clients, avec un taux de provisionnement passant de 5,2% en 2020 à 11,4% en 2021, correspondant à des provisions sur clients qui ont plus que doublé (+106,9% en rythme annuel à 5,825 MTND). Ceci a engendré un risque commercial global en hausse sur le dernier exercice mais qui reste maîtrisé, avec un taux de provisionnement s'élevant à 4,6% en 2021 contre 2,9% une année auparavant.

Evolution des risques commerciaux



A l'instar de tous les agents économiques, SOPAL a fait face, en 2020, à une crise majeure causant un stress économique et financier exceptionnel, celle liée au COVID-19. Le top-line du groupe a fait preuve de résilience, en enregistrant une amélioration légère, certes, mais positive de 4,9%, le situant à 150,956 MTND. Toutefois, la marge d'EBITDA s'est dépréciée de 11,7% pour s'établir à 22,282 MTND, correspondant à un taux de marge d'EBITDA de 34,1% contre 38,7% une année auparavant. Du côté du bottom-line, il a reculé de 35,3% en rythme annuel à 8,214 MTND. La mission estime que la baisse de la rentabilité en 2020 n'est pas alarmante, puisque les principaux indicateurs restent, tout de même, à des niveaux appréciables, dans un contexte économique fortement difficile, où la plupart des acteurs économiques a été durement impactée. En 2021, SOPAL a affiché une reprise importante aussi bien de son activité que de sa rentabilité, avec un chiffre d'affaires qui s'est amélioré de 32% à 199,188 MTND et un Résultat Net qui a plus que triplé pour se situer à 25,083 MTND, son plus haut historique. L'estimation des réalisations relatives à l'exercice 2022 présente une stabilisation, voire une légère amélioration sur le volume d'affaires, avec un renforcement de la rentabilité consolidée du groupe.

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



Globalement, la mission de Notation estime que SOPAL recèle un faible risque en matière de pérennisation de son positionnement, au vu de la diversification de ses activités mais aussi d'une position de leader sur le marché local. Toutefois, la mission souligne un risque de change important au vu de la dépréciation du TND par rapport aux devises étrangères puisque la matière première de SOPAL est importée. Néanmoins, la stratégie du groupe de se développer en Afrique vient atténuer ce risque (25% du CA destinés à l'export à l'horizon 2025). La mission de Notation met également en exergue l'enjeu et les risques du développement international, pour le groupe, sur les prochains exercices : après la maîtrise du marché local et afin de ne pas fragiliser ses acquis sur le plan national, SOPAL se doit de réussir ses premières grandes implantations commerciales dans les pays cibles, notamment à travers un choix stratégique pour les marchés objectifs, rationaliser les investissements à risque et les charges de démarrage, maîtriser les circuits locaux de distribution avec les bons partenaires sur place, adapter (voire minimiser) le catalogue de ventes pour les besoins spécifiques des différents marchés cibles, ...

Il convient également de mentionner un risque de pénurie de lait ou d'augmentation de ses prix sur le court à moyen terme, à cause de la crise mondiale entraînée par la guerre entre la Russie et l'Ukraine. De ce fait, SOPAL se doit d'être proactive en matière d'approvisionnement afin de ne pas subir ou minimiser l'impact de cette crise.

■ THEME 4 - UNE POSITION DE TRESORERIE CONFORTABLE ET RESILIENTE

La mission de Notation a accordé une attention particulière à l'analyse du système de gestion des liquidités au sein de SOPAL. La mission a noté que la gestion de la trésorerie et des risques financiers, ainsi que le suivi des engagements auprès des établissements financiers sont effectués au sein de la Direction Finances et Comptabilité Corporate, à travers le logiciel de gestion financière Sage FRP Trésorerie, une solution mise en place depuis 2007, permettant de suivre l'évolution des budgets et d'avoir une vision d'ensemble sur les liquidités du groupe. Cette solution émet également des alertes sur les écarts afin d'anticiper les risques éventuels et agir en conséquence.

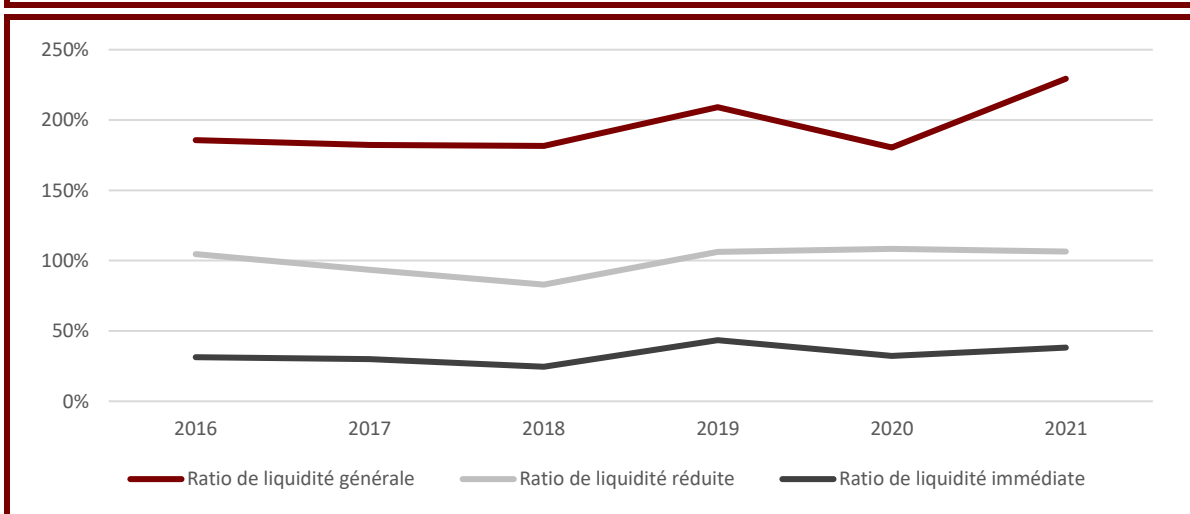
La société dispose d'une position de trésorerie confortable, reflétée par des ratios de liquidité, bien que fluctuants sur les derniers exercices, se situant à des niveaux appréciables tout au long de la période 2016-2021, caractérisée par deux années particulièrement difficiles sur le plan économique local : l'année 2018 au vu de la forte dépréciation du TND face aux devises de référence et l'année 2020 à cause de la crise du COVID-19.

En effet, le ratio de liquidité générale a témoigné d'une amélioration considérable de 489 points de base en 2021, se situant à 229,4%, un niveau reflétant l'aisance dont dispose SOPAL pour faire face à ses engagements à court terme.

Le ratio de liquidité réduite a connu une stabilisation au cours des 3 derniers exercices (une moyenne de 107% sur la période 2019-2021). Ce niveau indique la capacité satisfaisante de SOPAL à honorer ses dettes à court terme au moyen de son actif à court terme hors stocks, qui représentent 53,6% de son actif courant en 2021.

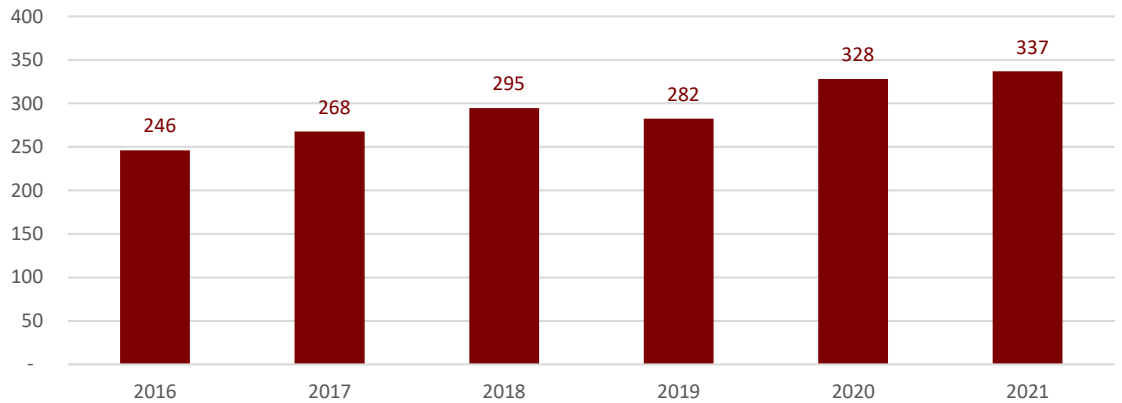
Le ratio de liquidité immédiate, après une trajectoire irrégulière sur les derniers exercices, s'est situé à 38,1% en 2021, ce qui traduit la bonne capacité de la société à s'acquitter de ses engagements à court terme en ayant recours à ses ressources les plus liquides.

Evolution des ratios de liquidité générale, réduite et immédiate



L'intervalle défensif de SOPAL a suivi une trajectoire globalement favorable sur la période 2016-2021, passant de 246 jours à 337 jours, ce qui dénote une capacité appréciable du groupe à résister aux perturbations de ses opérations sur une période significative, sans puiser dans ses ressources à long terme.

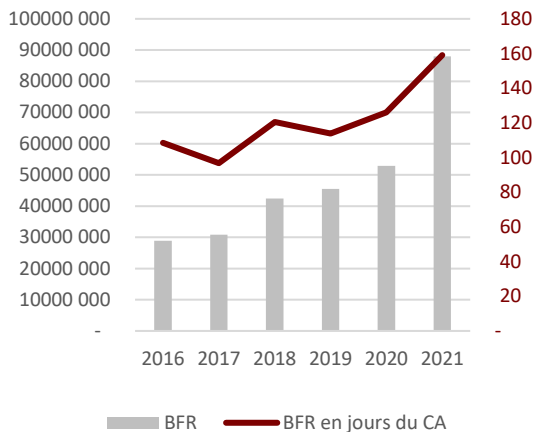
Evolution de l'intervalle défensif (en nombre de jours)



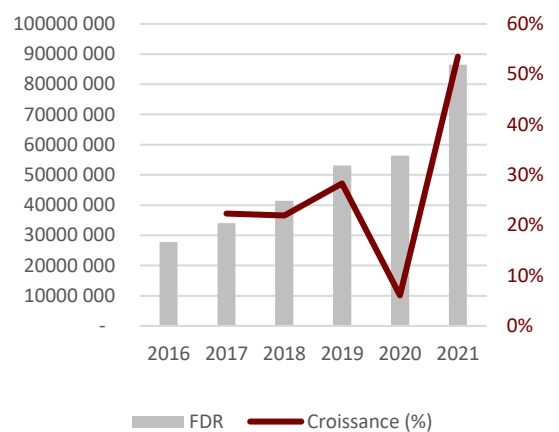
Par ailleurs, la mission a observé un BFR en augmentation continue sur la période 2016-2021, passant de 28,930 MTND à 88,015 MTND, sur fond de dynamisation de l'activité au fil des années. Une augmentation exacerbée, notamment, sur le dernier exercice où elle a été de l'ordre de 66,4% en rythme annuel, ayant pour résultat un BFR de 159 jours du chiffre d'affaires, contre 126 jours une année auparavant. Cette hausse est tirée par un développement de 66,8% des stocks (correspondant à 147 jours du chiffre d'affaires contre 117 jours en 2020), mais aussi un rétrécissement de 36% des comptes fournisseurs dont le délai de paiement s'élève à 45 jours du chiffre d'affaires seulement contre un niveau confortable de 93 jours une année auparavant. D'ailleurs, le poids des fournisseurs et comptes rattachés dans le financement total du groupe SOPAL a baissé significativement, passant de 23,7% en 2020 à 12,3% en 2021. Il y a, toutefois, lieu de mentionner que SOPAL a fait preuve d'une plus grande vigilance sur les délais de paiement de ses clients sur le dernier exercice, avec des créances à la clientèle qui représentent 82 jours du chiffre d'affaires en 2021 contre 123 en 2020. 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 du groupe et ses capacités financières.

Néanmoins, ce besoin grandissant en fonds de roulement est couvert, en quasi-totalité, par un fonds de roulement en amélioration continue sur la période 2016-2021, s'établissant à plus de 86 MTND en 2021 (contre 27,767 MTND en 2016). Il est important de souligner que le FDR a suivi la même trajectoire que le BFR sur la période d'analyse, indiquant que les ressources stables de SOPAL arrivent largement à financer ses emplois durables.

Evolution du Besoin en Fonds de Roulement

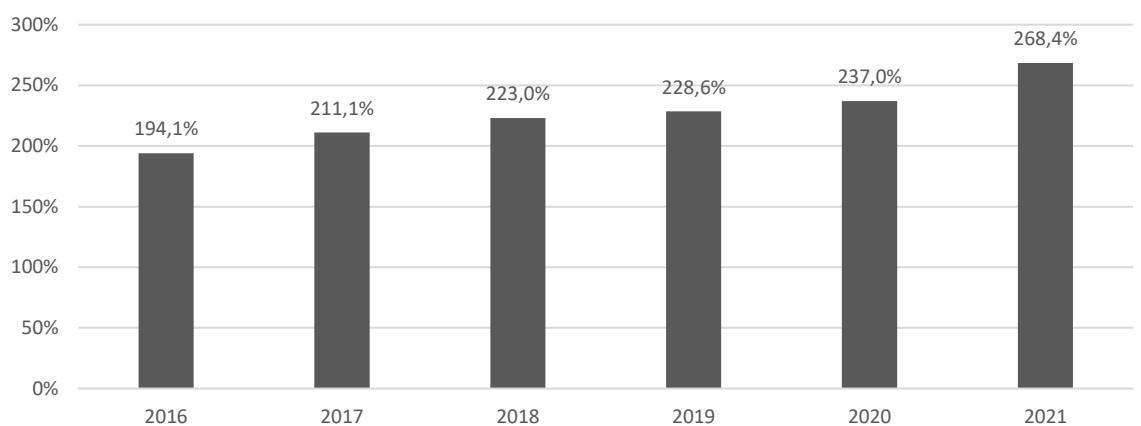


Evolution du Fonds De Roulement



La mission de Notation juge satisfaisante la capacité de SOPAL à financer ses actifs immobilisés par ses capitaux permanents, le ratio du financement des investissements n'ayant cessé de s'améliorer tout au long de la période 2016-2021 (passant de 194,1% à 268,4%), et dépassant les 200%, principalement au vu d'une hausse de 140,7% du financement permanent du groupe entre 2016 et 2021. SOPAL dispose, ainsi, de ressources stables supplémentaires lui permettant de financer ses besoins d'exploitation.

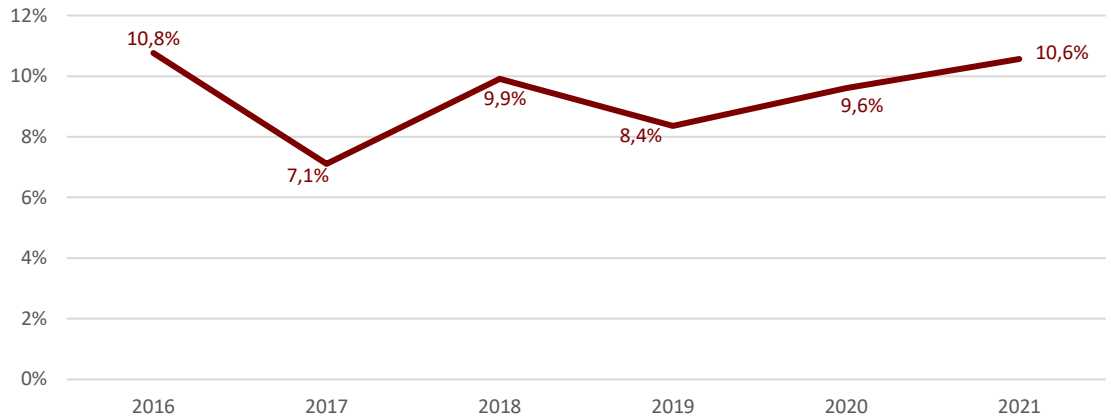
Evolution du ratio du financement des investissements



La mission de Notation a observé une part relativement stable de la dette à court terme dans le financement total de SOPAL sur la période 2016-2021 (une moyenne de 9,4%), une part qui reste relativement élevée au vu des coûts engendrés par ce type de financement, en dépit de la forte capacité de remboursement du groupe.



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



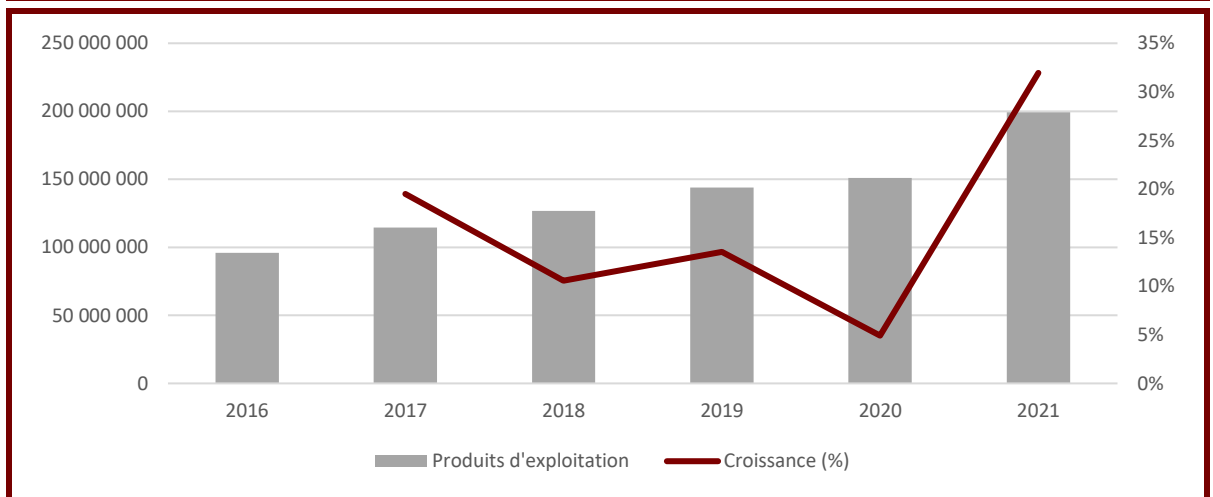
La mission de Notation a observé une situation de liquidité confortable et une gestion efficace de la trésorerie de SOPAL. Le groupe dispose, ainsi, d'un confort de trésorerie lui permettant de faire face à ses échéances à court terme. La mission souligne également que la forte dépréciation du TND en 2018 et la crise du COVID-19 en 2020 n'ont impacté que très légèrement la liquidité de SOPAL, ce qui dénote une solidité appréciable.

■ **THEME 5 – UNE RENTABILITE EN AMELIORATION, PORTEE PAR UNE DYNAMISATION DE L’ACTIVITE ET UNE MAITRISE DES COUTS D’APPROVISIONNEMENT**

La mission de Notation a constaté que sur la période 2016-2021, l’ensemble des agrégats de rentabilité du groupe SOPAL présente une trajectoire haussière, concrétisée par une évolution positive du chiffre d’affaires couplée à une maîtrise des charges d’exploitation. Cette performance atteint son apogée en 2021 pour s’établir à 198 MTND contre 150 MTND en 2020, en termes de revenus, portant, ainsi, tous les indicateurs de rentabilité vers la hausse.

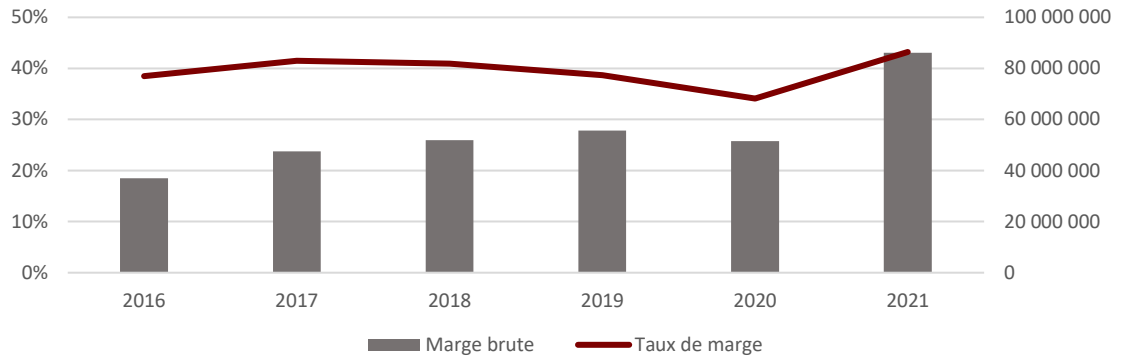
L’évolution des produits d’exploitation du groupe a suivi une tendance haussière sur la période 2016-2020, enregistrant, néanmoins, un ralentissement du taux de croissance qui a atteint 5% en 2020. Cependant, les produits d’exploitations du groupe ont enregistré, en 2021, une hausse remarquable de 32% en rythme annuel. Cette augmentation est exclusivement portée par le marché local. Elle résulte, en premier lieu, d’un effort commercial déployé afin de satisfaire la demande croissante du marché local et, ensuite, par des augmentations des prix de vente suite à la hausse du prix du lait, principale matière première utilisée.

Evolution des produits d’exploitation



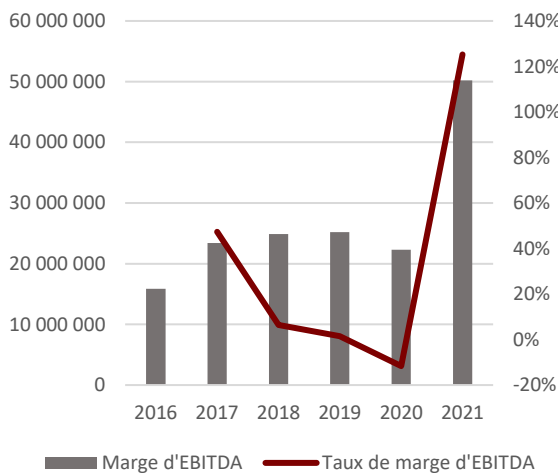
A travers une gestion optimale des achats consommés, la marge brute du groupe s’est établie à 86,076 MTND en 2021, soit une évolution de 67,2% par rapport à 2020, correspondant à un taux de marge brute de 43,4% contre une moyenne de 38,3% sur la période 2016-2020. Cette amélioration est le fruit de la stratégie Corporate adoptée par le groupe, qui a permis la centralisation des achats des filiales et, ainsi, optimiser les coûts d’approvisionnement. C’est ainsi que le groupe enregistre le taux de marge brute le plus élevé sur la période d’étude, malgré une augmentation de plus de 40% du prix du lait, que SOPAL a répercuté sur le prix de vente.

Evolution de la rentabilité brute

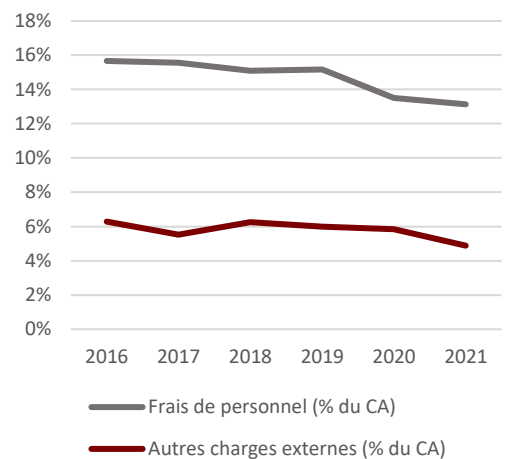


La marge d'EBITDA du groupe, à l'image de sa marge brute, a suivi une tendance haussière sur la période 2016-2019, passant de 15,873 MTND à 25,223 MTND. En 2020, une baisse de 11,7% a été constatée, portant la marge d'EBITDA à 22,282 MTND, une baisse attribuée à l'impact de la crise liée au COVID-19. En 2021, la marge d'EBITDA a plus que doublé (+125,3%), une croissance remarquable qui l'a portée à 50,194 MTND. Ces niveaux, proches de ceux de la marge brute, sont justifiés par une maîtrise aussi bien des autres charges d'exploitation que celles de personnel (ces dernières ont diminué sur le dernier exercice, représentant 13,1% du chiffre d'affaires contre 15,7% en 2016).

Evolution de la marge d'EBITDA



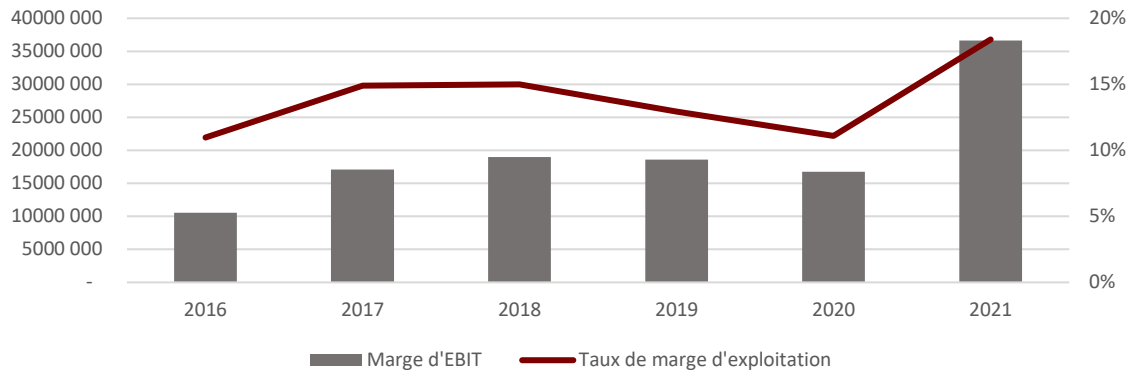
Gestion des charges externes et de personnel



Par ailleurs, la mission a noté une reprise de la rentabilité d'exploitation sur l'exercice 2021. En effet, le taux de marge d'exploitation, après avoir emprunté une trajectoire baissière sur la période 2019-2020 (passant de 15% en 2018 à 11,1% en 2020), s'est redressé en 2021, en s'établissant à 18,4%, malgré l'augmentation des dotations aux amortissements qui se sont situées à 13,550 MTND contre 5,548 MTND une année auparavant, due à l'acquisition et la réévaluation d'immobilisations corporelles, notamment en matière d'équipement industriel. Ceci 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 ou exceptionnels.

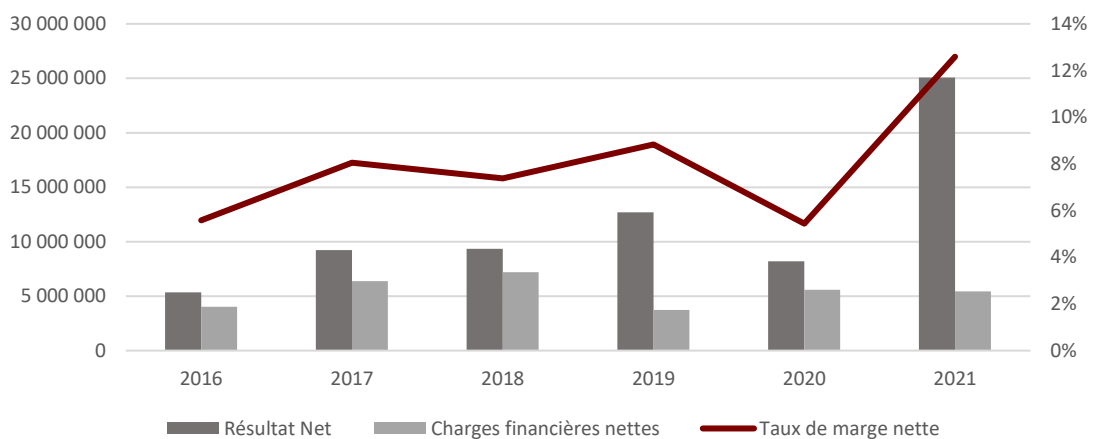


Evolution de la Rentabilité d'Exploitation



Le Résultat Net du groupe a également connu une baisse sur l'exercice 2020 pour s'établir à 8,214 MTND contre 12,699 MTND en 2019, à cause, notamment, du contexte du COVID-19 et de l'augmentation des charges financières de 49,6%, passant de 3,733 MTND en 2019 à 5,586 MTND en 2020, portées principalement par des charges d'intérêts. En 2021, le volume d'affaires et la rentabilité de la société ont augmenté, avec une stabilisation des charges financières à 5,438 MTND, représentant seulement 2,7% du chiffre d'affaires. De ce fait, le Résultat Net du groupe s'est nettement amélioré, se situant à 25,083 MTND, correspondant à un taux de marge nette de 12,6% contre une moyenne de 7,1% sur la période 2016-2020, indiquant que SOPAL jouit d'une rentabilité globale appréciable et contrôle de mieux en mieux ses différentes charges, tout en augmentant son volume d'affaires. Ce niveau de rentabilité représente le plus haut niveau historique du groupe.

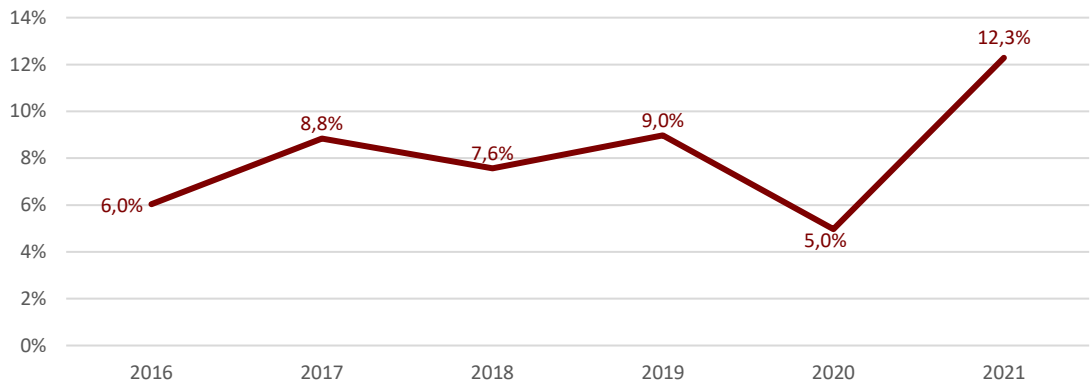
Evolution de la rentabilité nette



La mission de Notation a constaté que SOPAL présente une rentabilité très appréciable de ses actifs, sur le dernier exercice, avec un ROA s'établissant à 12,3%, contre une moyenne de 7,3% sur la période 2016-2020. Ce niveau de ROA témoigne d'une excellente capacité à créer du profit à partir de la base d'actifs de la société par rapport aux standards sectoriels. Cette performance est également attribuée à la mise à niveau continue de l'outil industriel, notamment par la filiale SOPAL TEC.

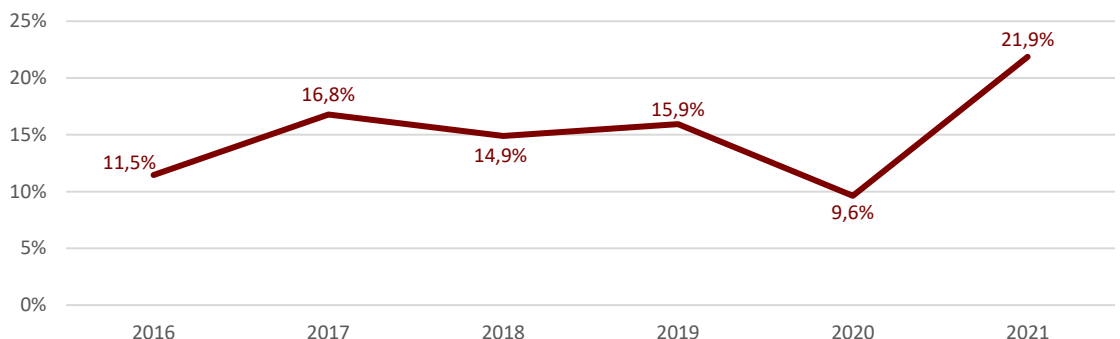


Evolution du ratio de rentabilité des actifs



La société affiche le même constat pour la rentabilité des capitaux propres, avec un ROE de 21,9% en 2021, contre une moyenne de 13,7% sur la période 2016-2021, et ce, malgré une augmentation des fonds propres de 35% en 2021, mais qui est compensée par une amélioration plus proportionnelle de la rentabilité de SOPAL.

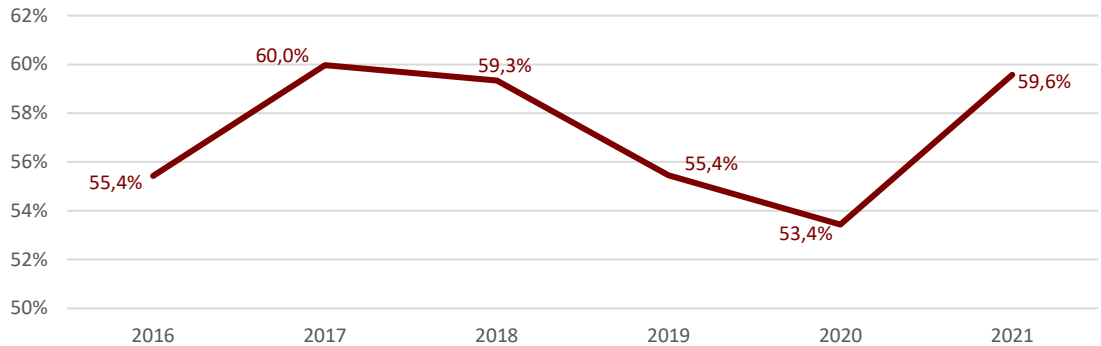
Evolution du ratio de rentabilité des fonds propres



SOPAL a enregistré un ratio de productivité financière brute (mesuré par le rapport entre la marge brute et la consommation intermédiaire) fluctuant sur la période 2016-2021, et ce, au vu de l'augmentation des prix des matières premières. Il y a lieu de souligner une nette amélioration de ce ratio en 2021 (59,6% contre 53,4% 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 du groupe.

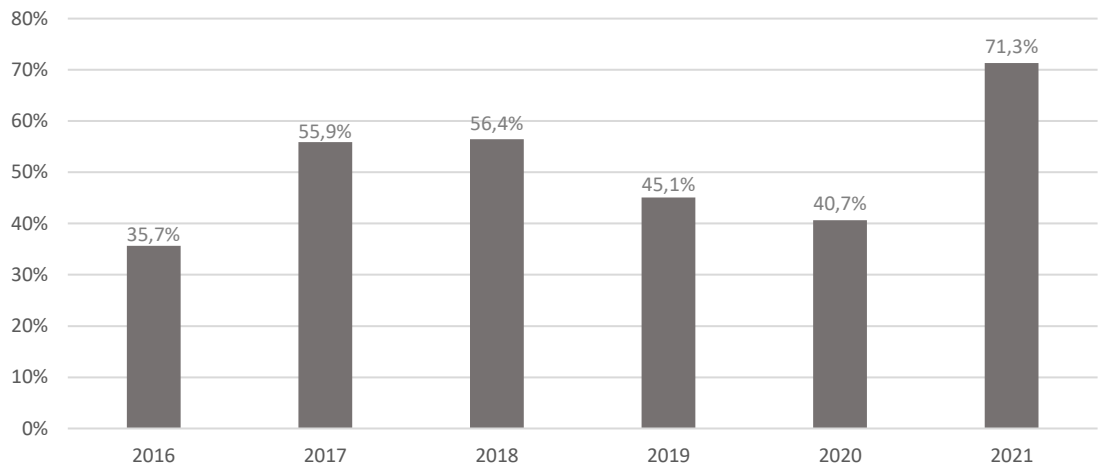


Productivité financière brute



Par ailleurs, SOPAL bénéficie d'un retour sur investissement élevé en 2021, se situant à 71,3%, notamment au vu d'une rentabilité qui s'est nettement améliorée sur le même exercice, avec un Résultat Net passant de 8,214 MTND en 2020 à 25,083 MTND en 2021.

Retour sur investissement



L'année 2021 représente, pour le groupe, une année exceptionnelle du point de vue de la performance. D'abord, un effet prix a porté la majeure partie de la hausse du chiffre d'affaires. Ensuite, avec la crise du COVID-19 et les contraintes en termes de déplacements à l'étranger et d'importations, la demande s'est rabattue, quasi-exclusivement, sur le marché local et, donc, vers les produits du groupe SOPAL. Ainsi, cette crise sanitaire représente, à certains égards, une aubaine pour le groupe à travers la limitation des importations et l'exclusion du marché des petits concurrents ne disposant pas de l'assise financière nécessaire pour résister à ces perturbations.

■ THEME 6 – UNE PLANIFICATION STRATEGIQUE FAVORISANT L’OPTIMISATION DES ACTIVITES DU GROUPE

La mission estime que l’un des principaux atouts du groupe SOPAL se manifeste principalement dans la planification stratégique, à travers des processus clairs et soutenus par des systèmes d’information qui couvrent quasiment toutes les activités du groupe, permettent une communication fluide entre les départements.

La demande d’un nouveau produit commence par un besoin exprimé sur la plateforme dédiée, de par la Direction Commerciale qui assure une veille continue du marché afin d’anticiper les nouveaux besoins et les nouvelles tendances. Ensuite, un comité de portefeuille, composé par la Direction Générale et Commerciale, valide le produit en se basant sur les principaux KPI en rapport avec les éventuels taux de rendement du nouveau produit et au respect des plannings des projets en cours. A la lumière de ces indicateurs, le comité de portefeuille affecte le chef de projet pour la conception du cahier des charges qui doit être approuvé par le comité de pilotage dont la principale responsabilité et la mise en place d’un planning de production en termes de ressources humaines et d’affectation de matières premières.

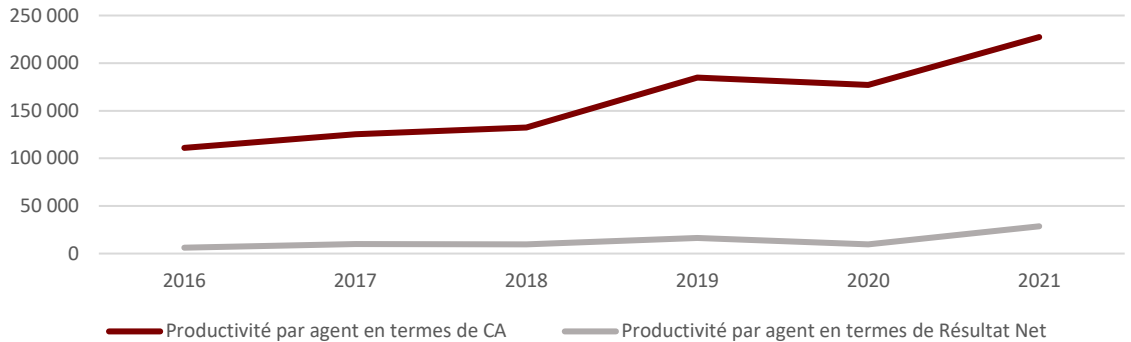
La mission note une efficacité en termes de veille stratégique et de capacité de conduite du changement afin d’optimiser la production, d’une part, et de répondre aux exigences du marché, d’autre part. La mise en place continue de plans d’investissement témoigne de la volonté d’expansion structurée du groupe.

Du côté du personnel, la mission juge efficaces, les stratégies mises en place par le management pour la gestion des ressources humaines et de la productivité. Concernant le volet recrutement, le plan d’action consiste, notamment, en la création d’une académie ayant comme objectif l’accompagnement et la formation des collaborateurs autour de leurs métiers et en fonction des besoins du groupe. En outre, la stratégie à long terme de SOPAL prévoit la réduction au maximum, principalement au niveau de la production, de l’intervention humaine pour se diriger vers l’automatisation totale de l’outil de production.

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 0,111 MTND en 2016 à 0,227 MTND en 2021, notamment au vu du développement considérable de l’activité sur les derniers exercices. La productivité en termes de Résultat Net a connu un meilleur constat, passant de 0,006 MTND en 2016 à 0,028 MTND en 2021, réalisant, ainsi, une évolution de 362,3%. Cette performance en termes de productivité provient principalement de l’évolution modeste de l’effectif sur la période 2016-2021 et l’amélioration considérable du Résultat Net.

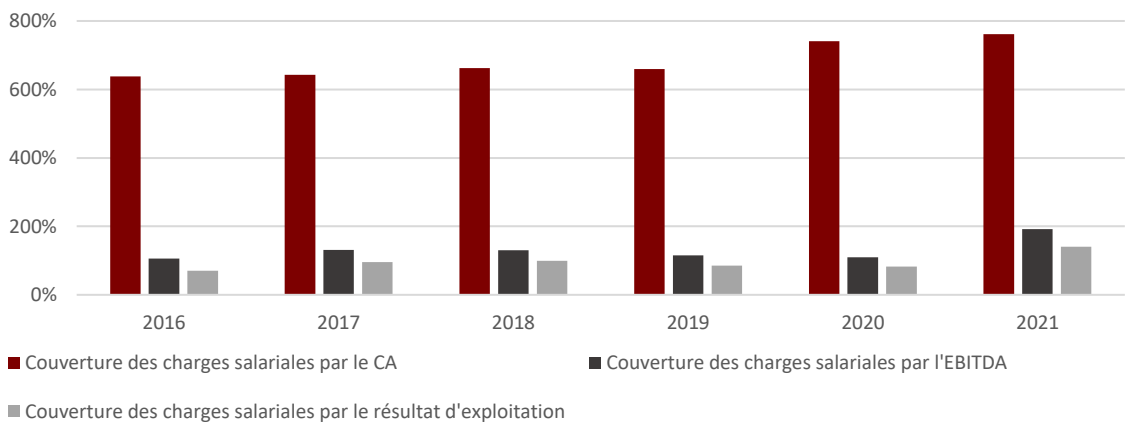


Evolution de la productivité en termes de Chiffre d'affaires et de Résultat Net



La mission juge que la capacité de SOPAL à couvrir ses charges salariales par le chiffre d'affaires, l'EBITDA et le Résultat d'Exploitation est à des niveaux appréciables, puisque la nature de l'activité de la société n'est pas consommatrice de charges de personnel, contrairement aux coûts d'achat des matières premières.

Taux de couverture des charges salariales par l'activité



Le groupe SOPAL fait face à un enjeu de taille, qui consiste en l'identification des marchés potentiels d'export et la mise en place d'une stratégie et d'une organisation commerciales adéquates, basées sur une veille de marché et un positionnement spécifique. A ce titre, plusieurs opportunités s'offrent au groupe. D'abord, suite à la modification de la réglementation en Algérie, le groupe n'est plus contraint par la réglementation relative au partenaire local. Ensuite, les retours d'expériences, acquis lors des tentatives antérieures de s'attaquer aux marchés subsahariens, permettent au groupe d'avoir un certain recul et de mettre en place une stratégie viable afin de s'implanter sur ces marchés, en offrant les caractéristiques de produits demandées dans les pays cibles. Par ailleurs, la mise en place d'un nouvel organigramme qui prend en considération les départements nouvellement créés, est prévue courant l'exercice 2023. Cette réorganisation intervient dans une optique de préparation et d'exécution des plans de développement du groupe et à son prochain passage aux normes IFRS.



FACTEURS DE NOTATION – SOPAL

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



PERSPECTIVE ET ÉVOLUTION DES PARAMÈTRES DE NOTATION

NOTATION	PERSPECTIVE
A (Tun)	Stable

PARAMÈTRES D'AMÉLIORATION DE LA NOTE	PARAMÈTRES DE DÉGRADATION DE LA NOTE
Consolidation de la vision Corporate	Notoriété sur le marché local
Développement de l'activité export	Motivation et abnégation du capital humain
Amélioration de la performance	Maîtrise de l'outil industriel
Développement de la filiale SOPAL TEC	Maîtrise des coûts d'approvisionnement
Situation macroéconomique	Notation souveraine

FACTEURS D'AMÉLIORATION
Organisation de la force de vente sur les marchés étrangers
Granularité du reporting financier
Renforcement de la structure de la dette
Consolidation de la formation du capital humain



RECAPITULATIF DE LA CARTOGRAPHIE ANALYTIQUE

ANALYSE MICRO	RANG	THEMES
	Th1	Position commerciale
	Th2	Structure financière
	Th3	Résilience face aux risques
	Th4	Gestion des liquidités
	Th5	Rentabilité & Performance
	Th6	Efficienc e managériale
ANALYSE MACRO	RANG	THEMES
	Th1	Cadre réglementaire
	Th2	Cadre économique
	Th3	Gouvernance et système politique
	Th4	Notation souveraine
ANALYSE SUPPORT	RANG	THEMES
	Th1	Support gouvernemental
	Th2	Support économique

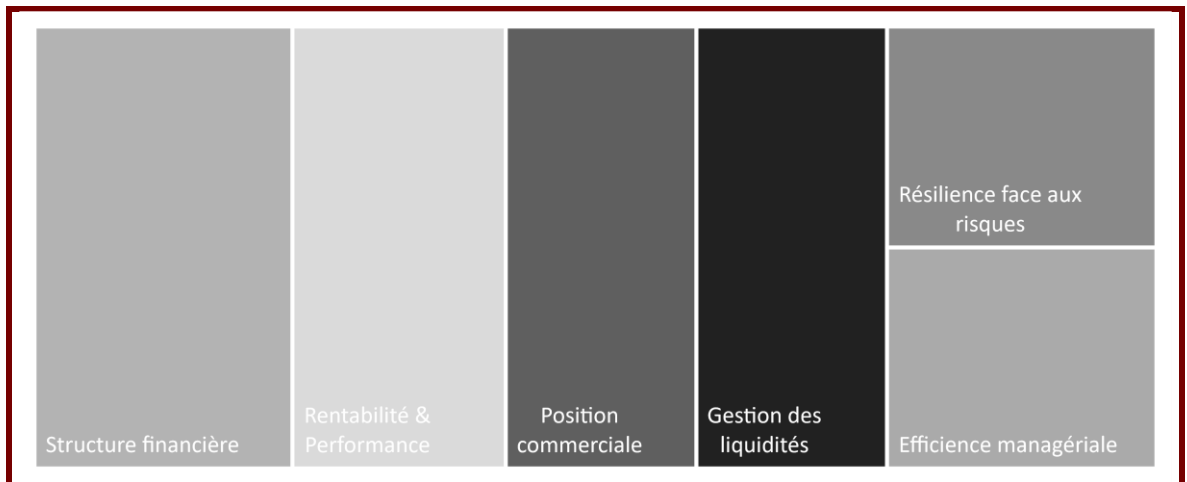
Axe : A1 – Profil idiosyncratique

Matrice générale de l'axe

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Profil idiosyncratique	Position commerciale	A
	Structure financière	A+
	Résilience face aux risques	A-
	Gestion des liquidités	A
A	Rentabilité et performance	A
	Efficience managériale	A

Composition de l'axe



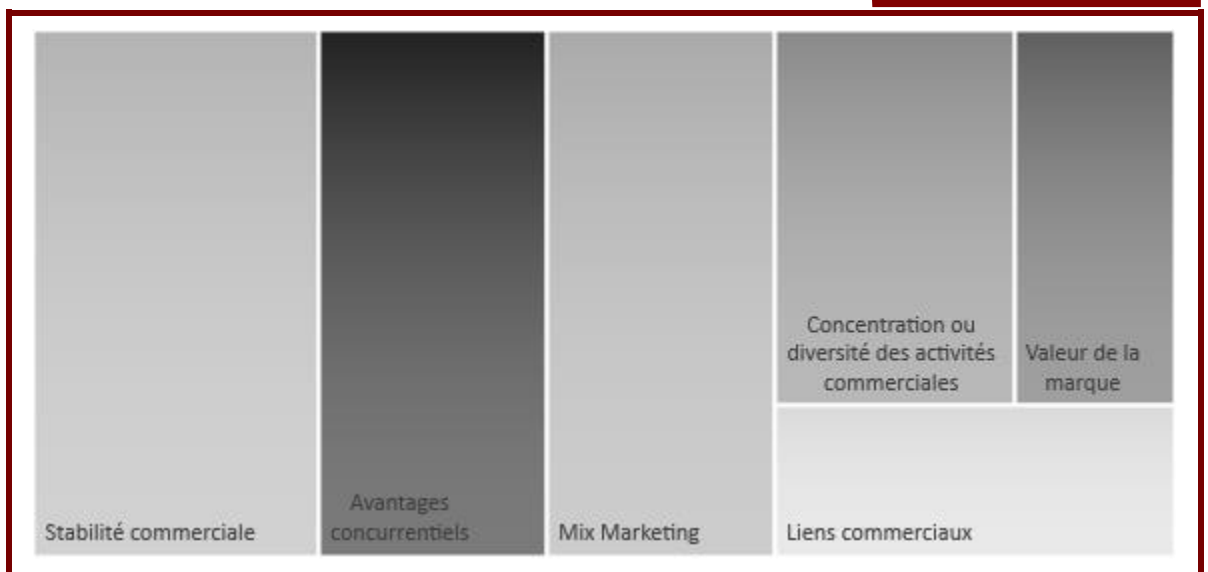
Thème : A1.T01 – Position commerciale

Matrice générale du thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Position commerciale	Valeur de la marque	AA
	Stabilité commerciale	A-
	Concentration des activités commerciales	A-
	Avantages concurrentiels	A
	Liens commerciaux	A
A	Mix Marketing	A+

Composition du thème

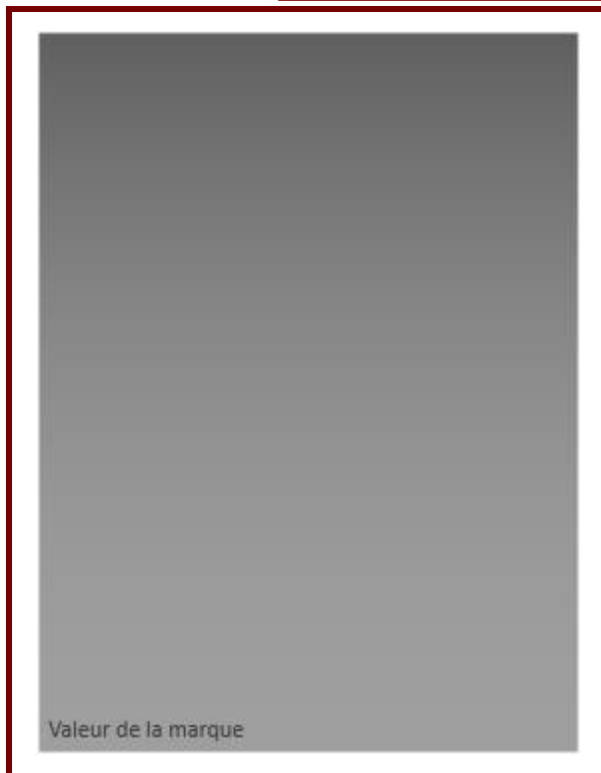


Sous thème : A1.T01.ST01 – Valeur de la marque

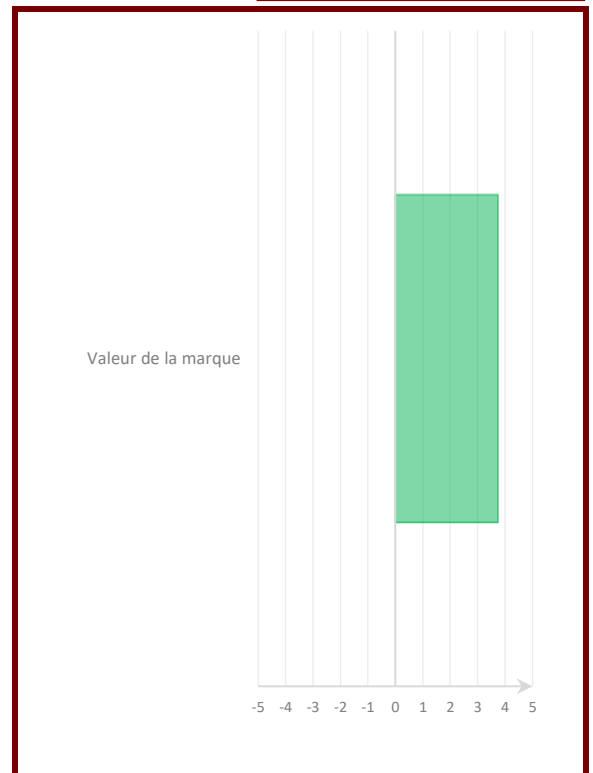
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D	
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D		
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D			
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D				
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D					
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D						
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D							
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D								
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D									
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D										

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

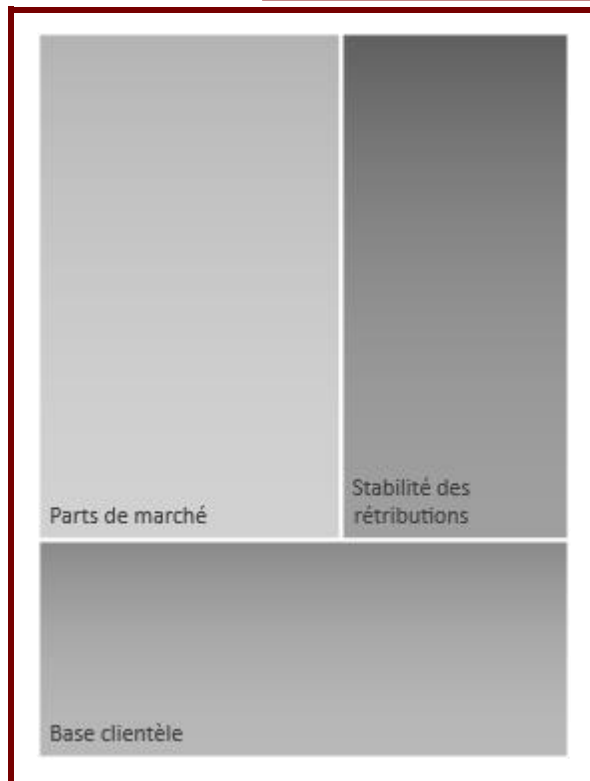


Sous thème : A1.T01.ST02 – Stabilité commerciale

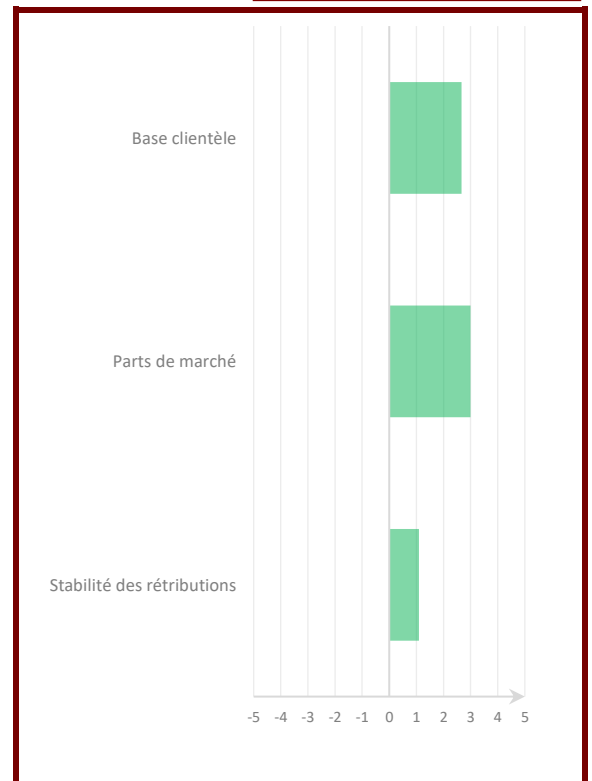
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème



Sous thème : A1.T01.ST03 – Concentration ou diversité des activités commerciales

Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

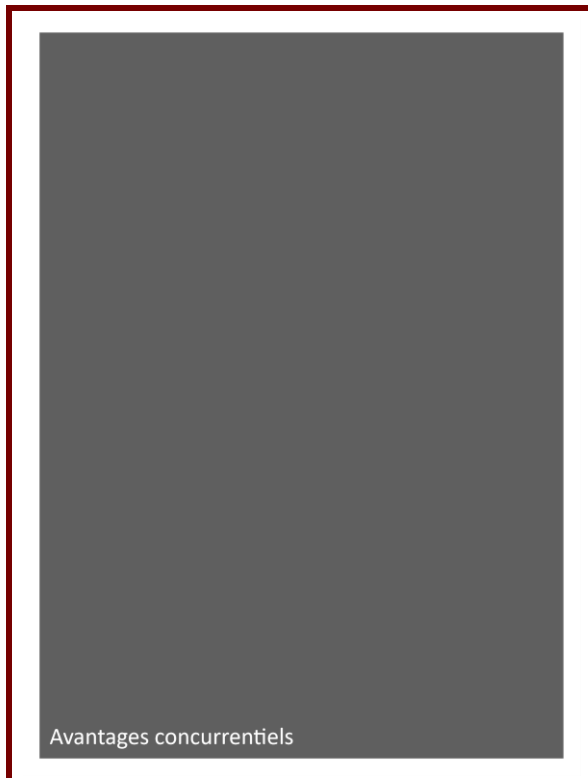


Sous thème : A1.T01.ST04 – Avantages concurrentiels

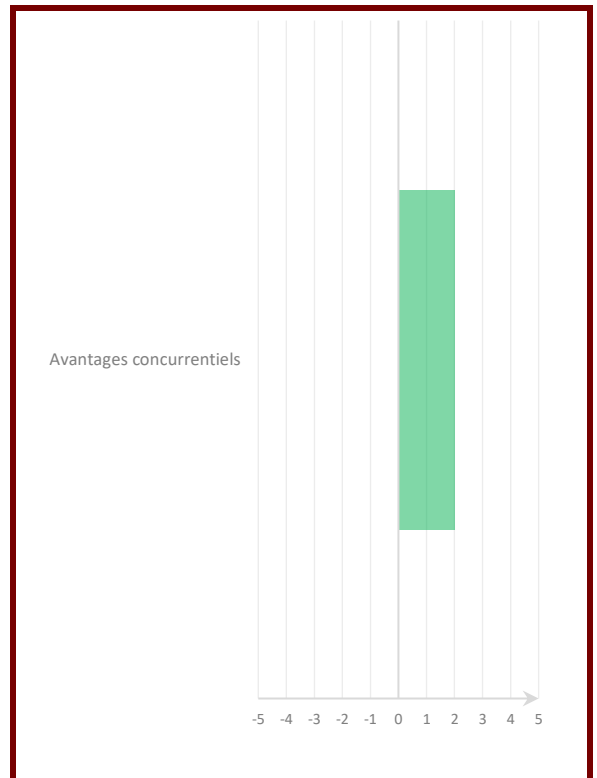
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

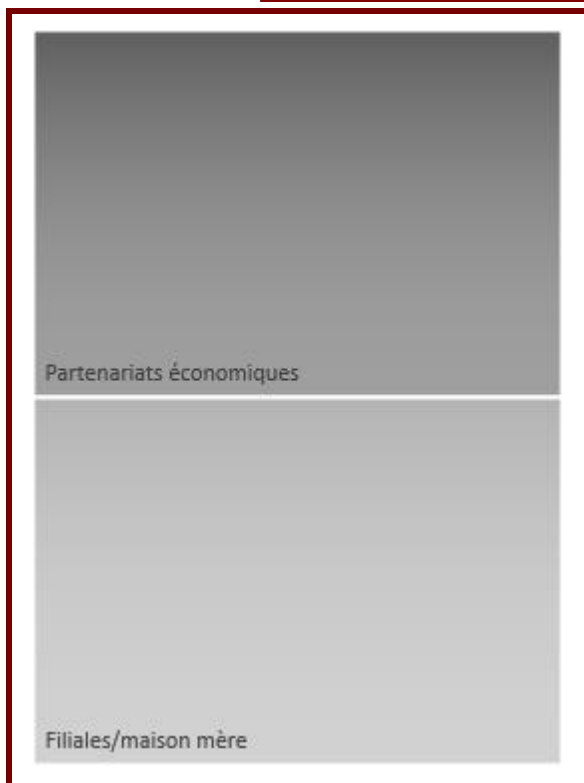


Sous thème : A1.T01.ST05 – Liens commerciaux

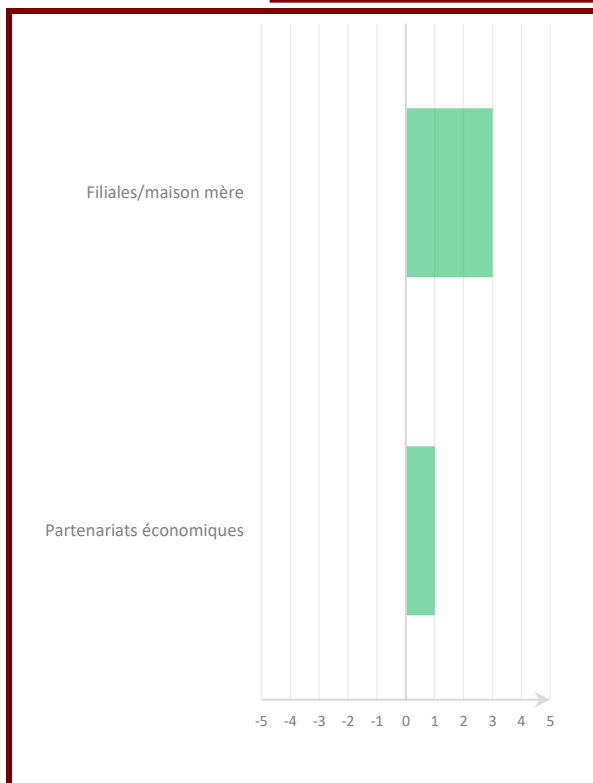
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

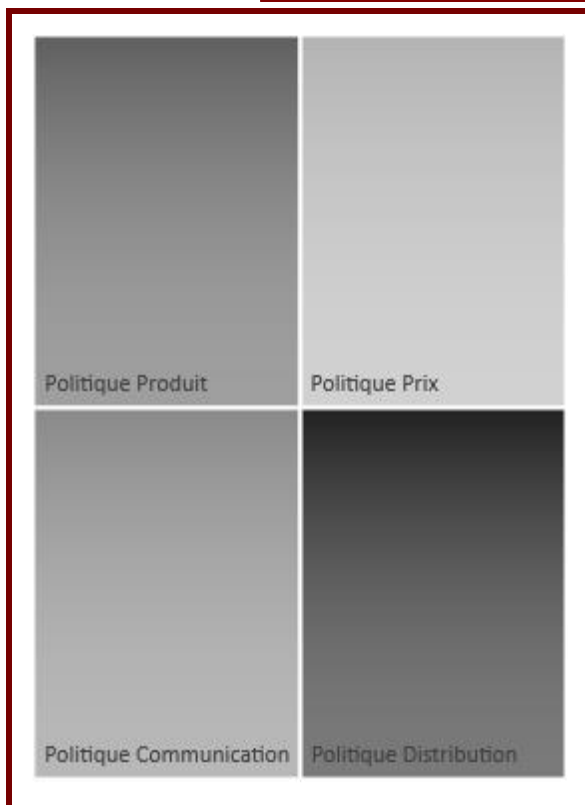


Sous thème : A1.T01.ST06 – Mix Marketing

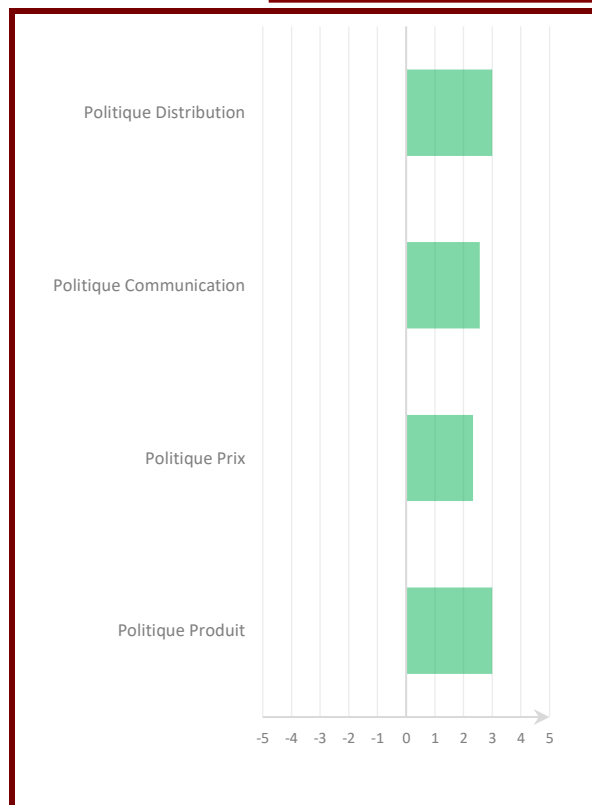
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème



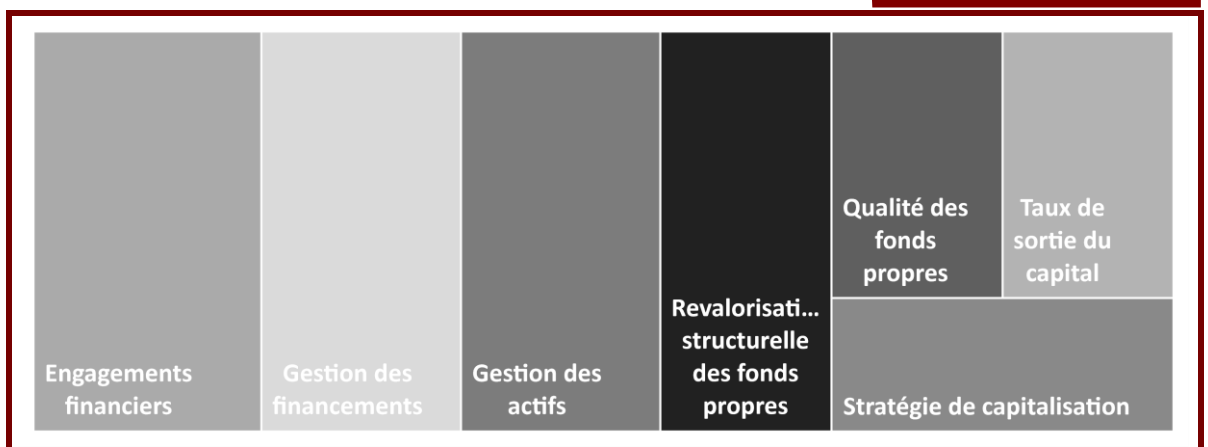
Thème : A1.T02 – Structure financière

Matrice générale du thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Structure financière	Qualité des fonds propres	A+
	Taux de sortie du capital	A-
	Stratégie de capitalisation	A-
	Revalorisation structurelle des fonds propres	AA-
	Gestion des financements	A+
	Engagements financiers	A+
A+	Gestion des actifs	AA-

Composition du thème



Sous thème : A1.T02.ST01 – Qualité des fonds propres

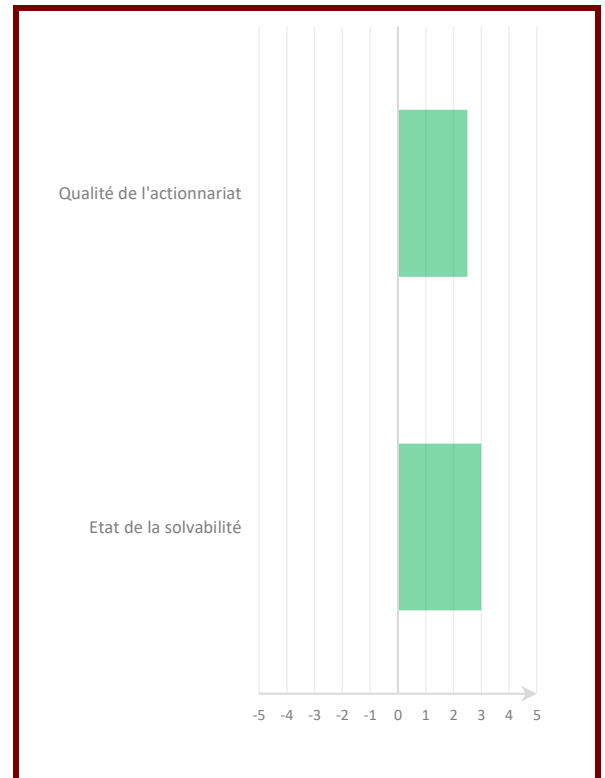
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

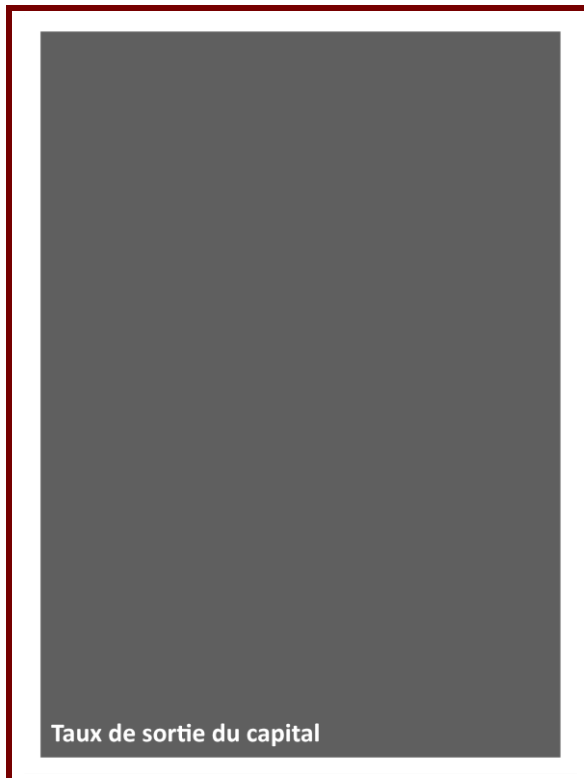


Sous thème : A1.T02.ST02 – Taux de sortie du capital

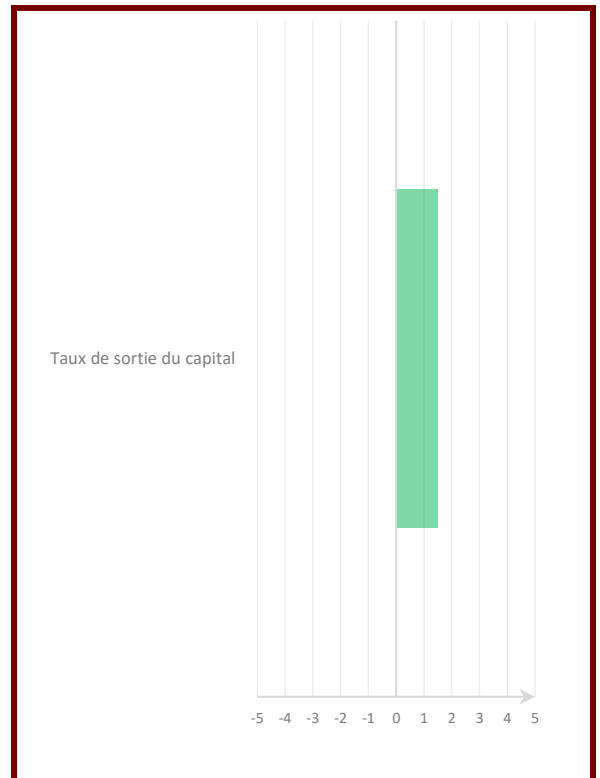
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

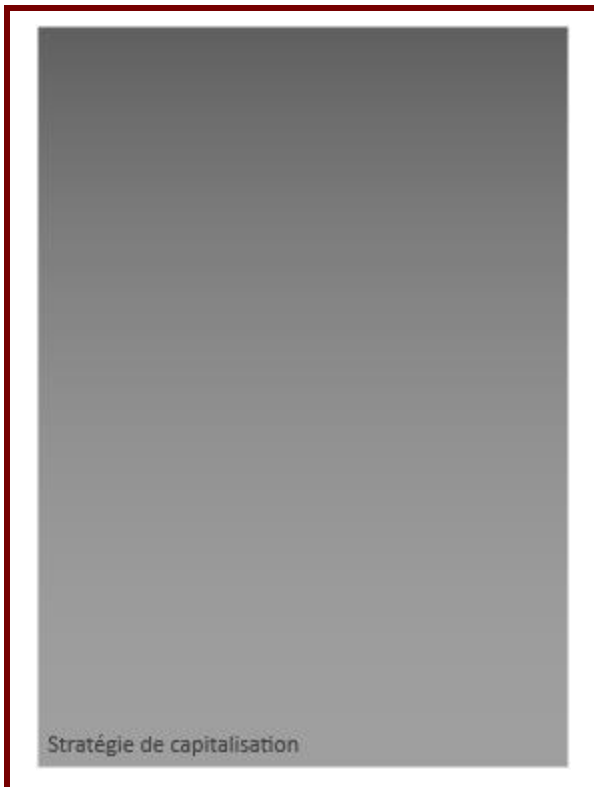


Sous thème : A1.T02.ST03 – Stratégie de capitalisation

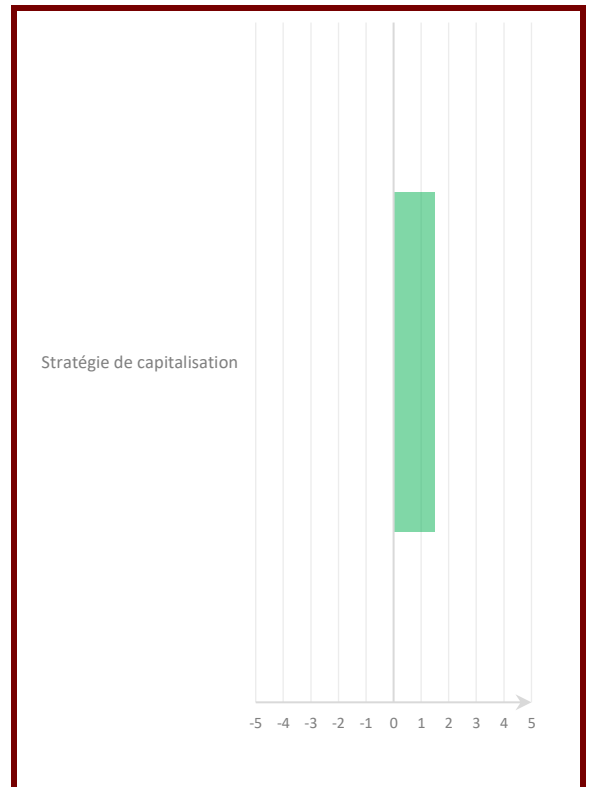
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème



Sous thème : A1.T02.ST04 – Revalorisation structurelle des fonds propres

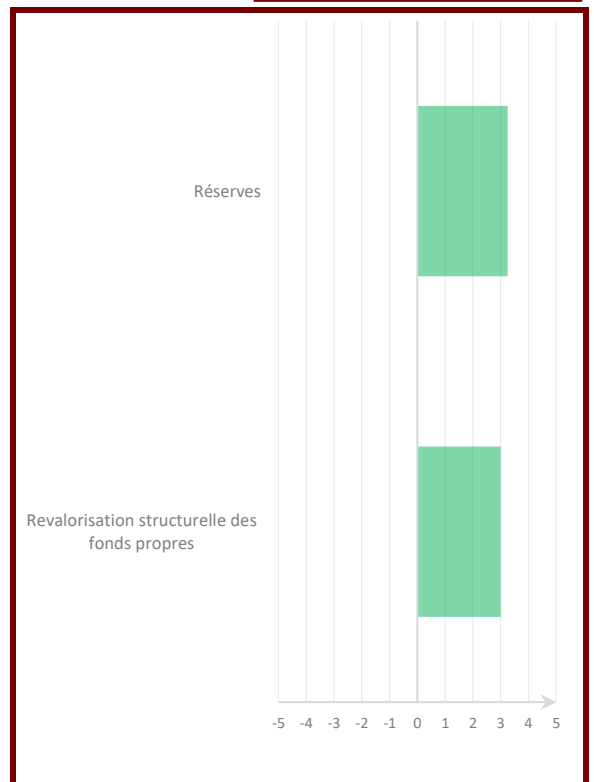
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème



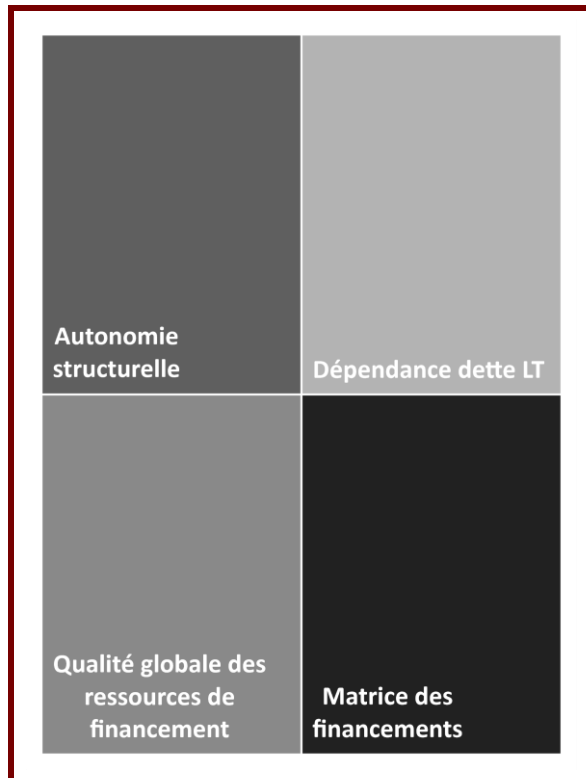


Sous thème : A1.T02.ST05 – Gestion des financements

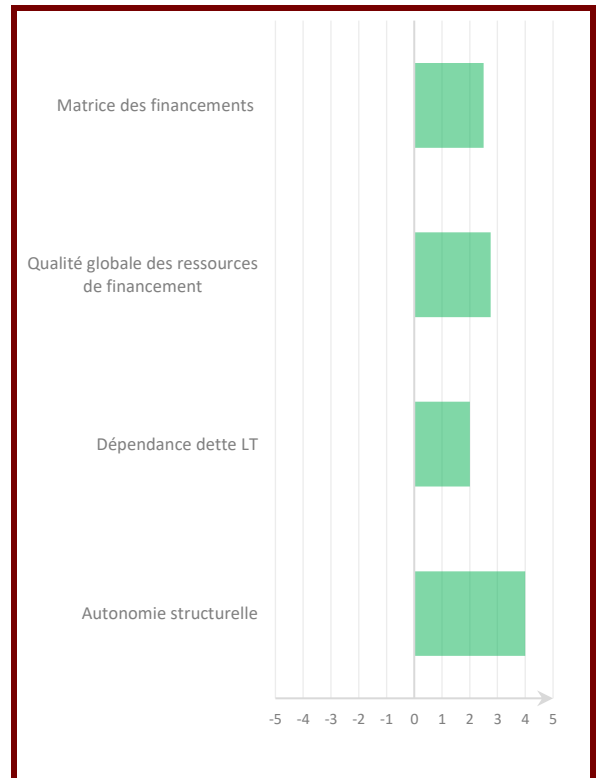
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

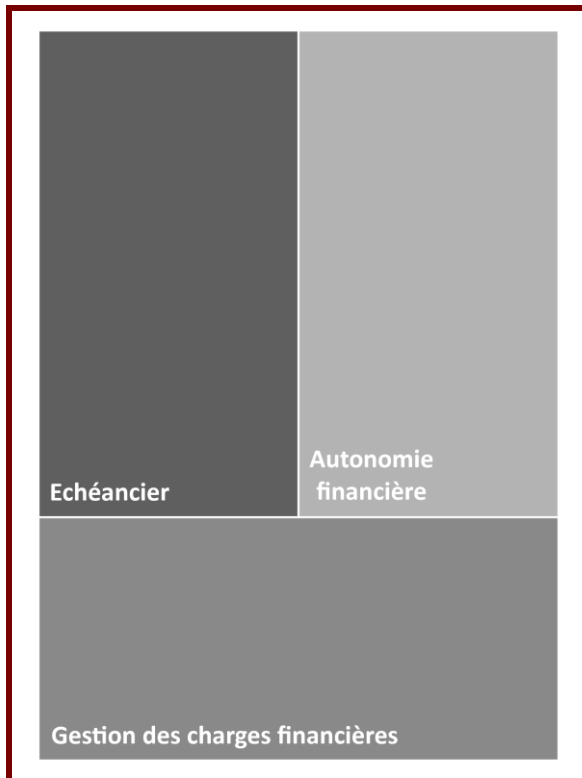


Sous thème : A1.T02.ST06 – Engagements financiers

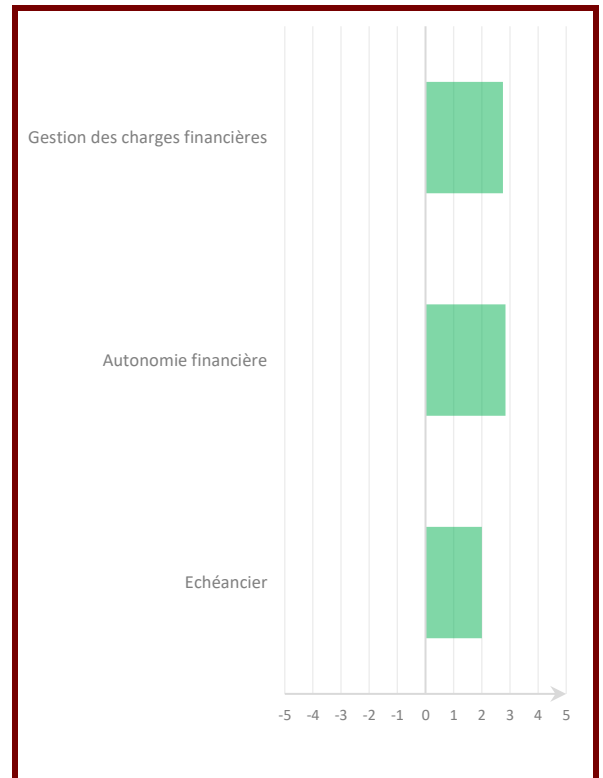
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

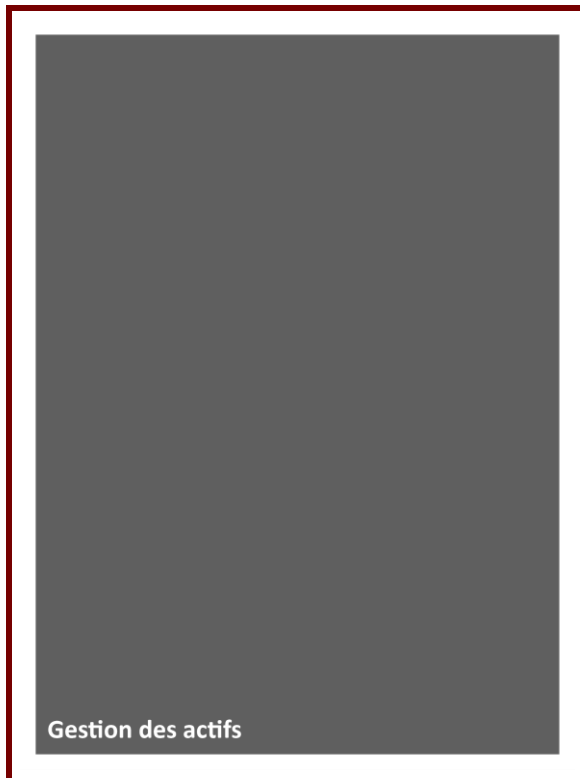


Sous thème : A1.T02.ST07 – Gestion des actifs

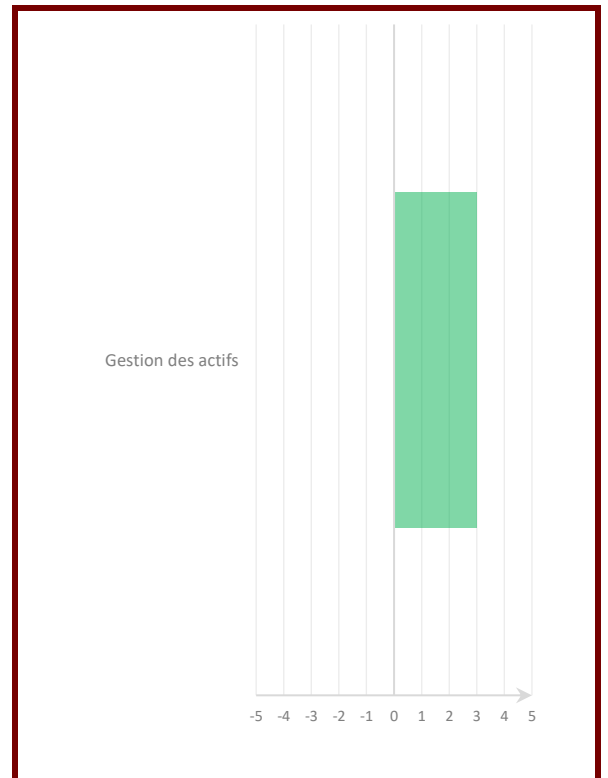
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème



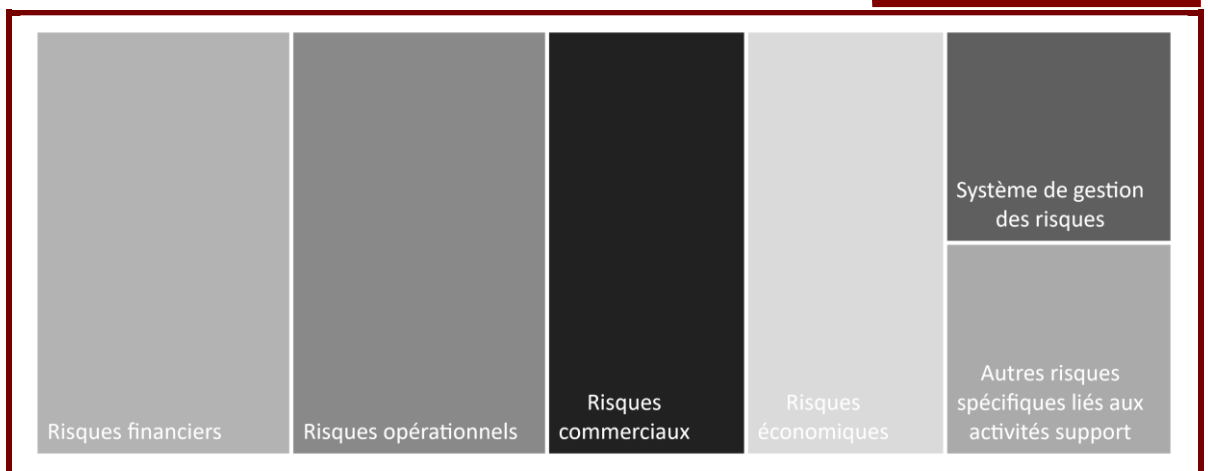
Thème : A1.T03 – Résilience face aux risques

Matrice générale du thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Résilience face aux risques	Système de gestion des risques	A
	Risques financiers	BBB+
	Risques opérationnels	A-
	Risque commerciaux	A+
	Risques économiques	A-
A-	Autres risques spécifiques liés aux activités support	A

Composition du thème

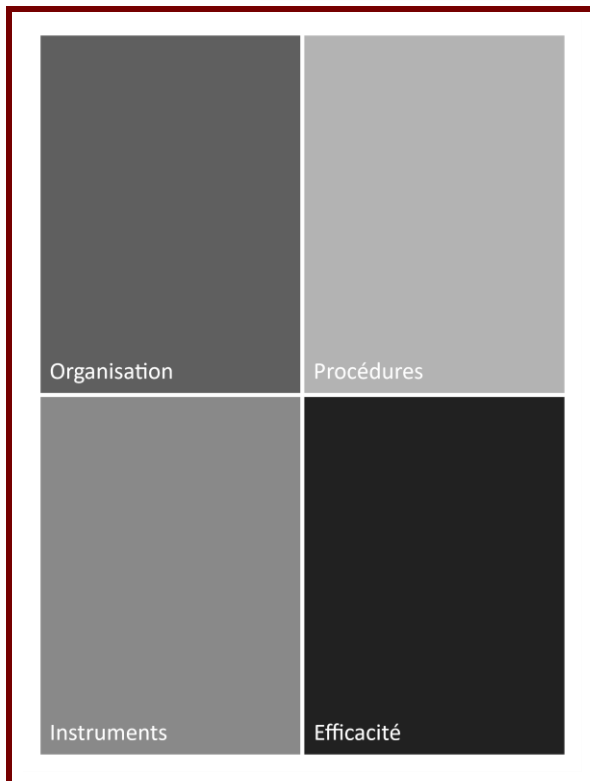


Sous thème : A1.T03.ST01 – Système de gestion des risques

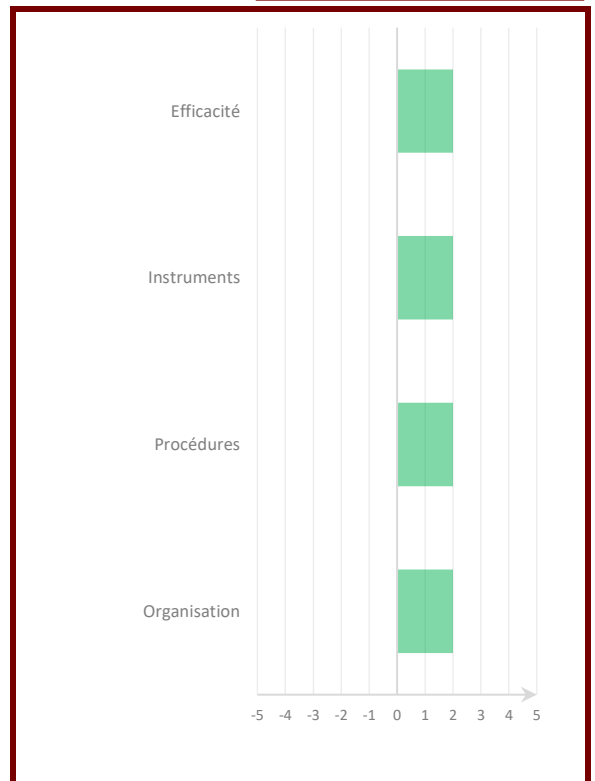
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

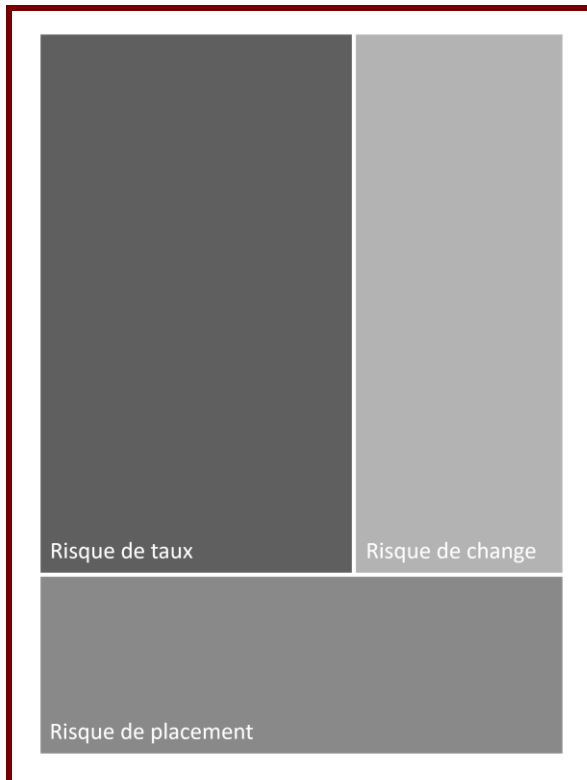


Sous thème : A1.T03.ST02 – Risques financiers

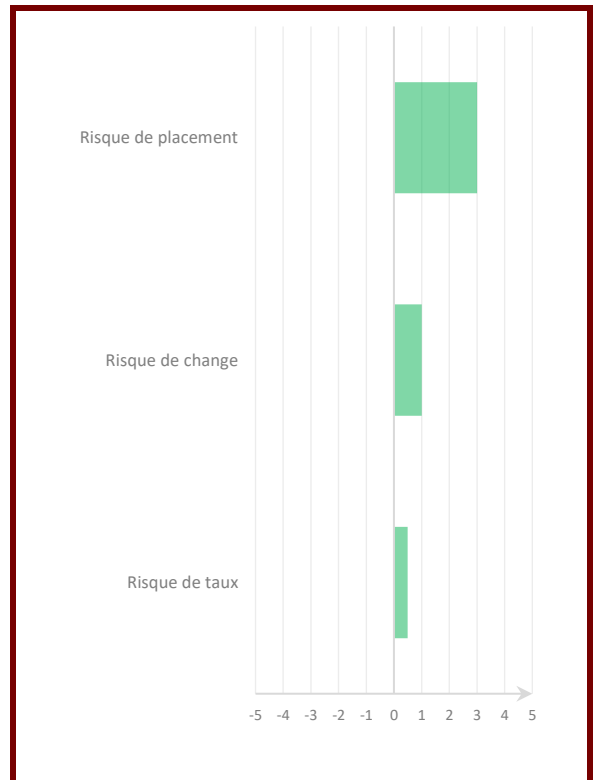
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

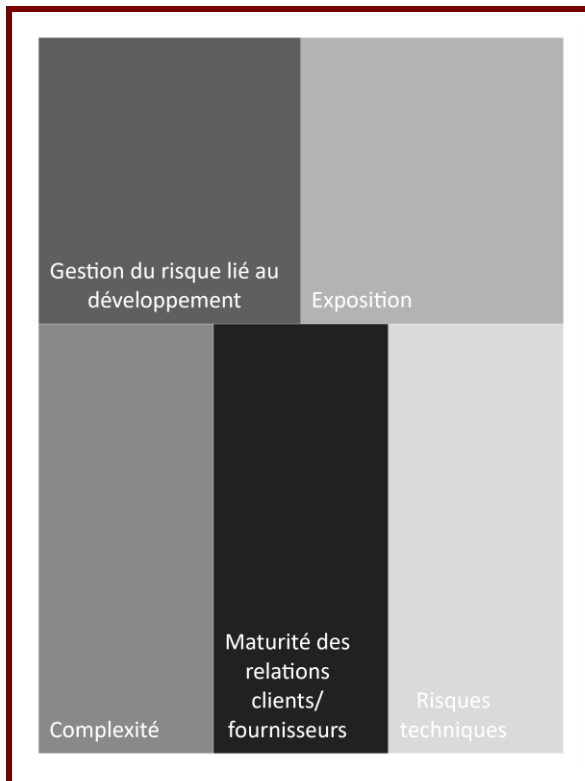


Sous thème : A1.T03.ST03 – Risques opérationnels

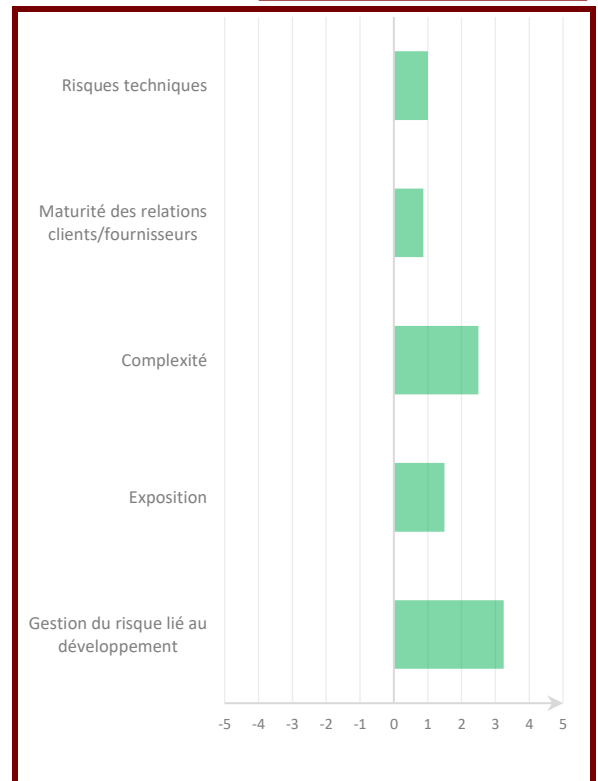
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

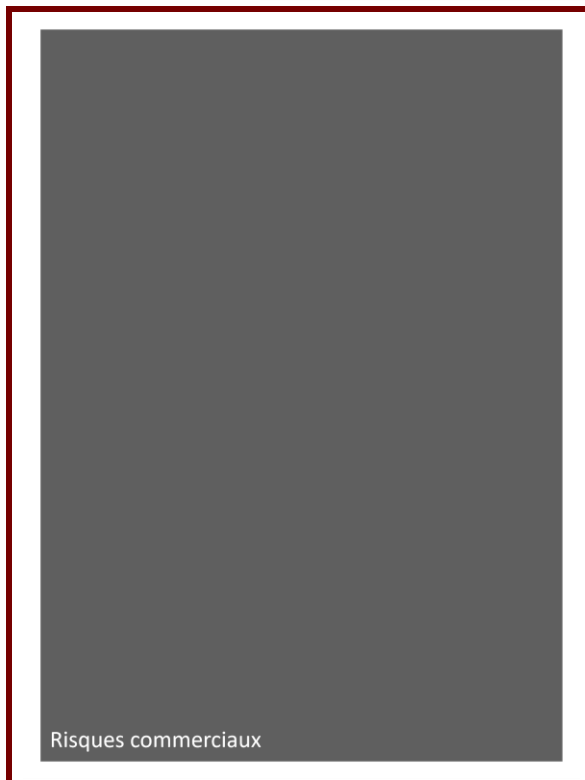


Sous thème : A1.T03.ST04 – Risques commerciaux

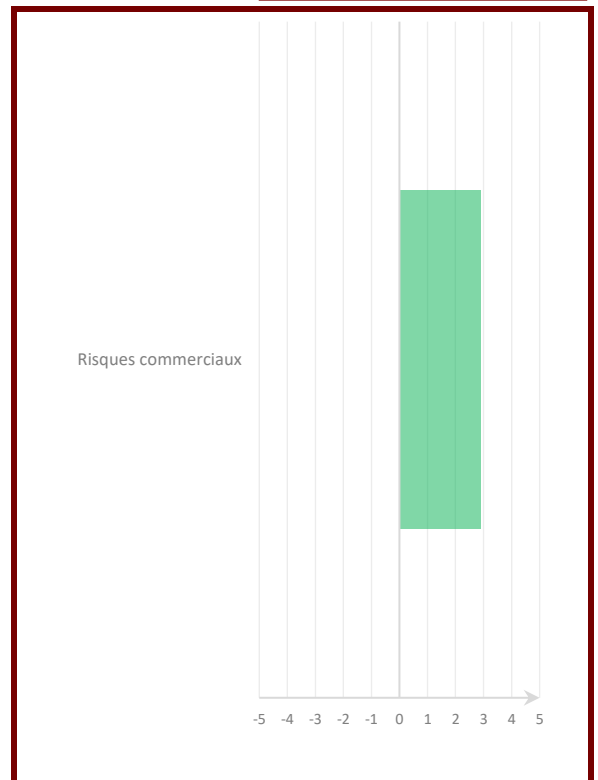
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

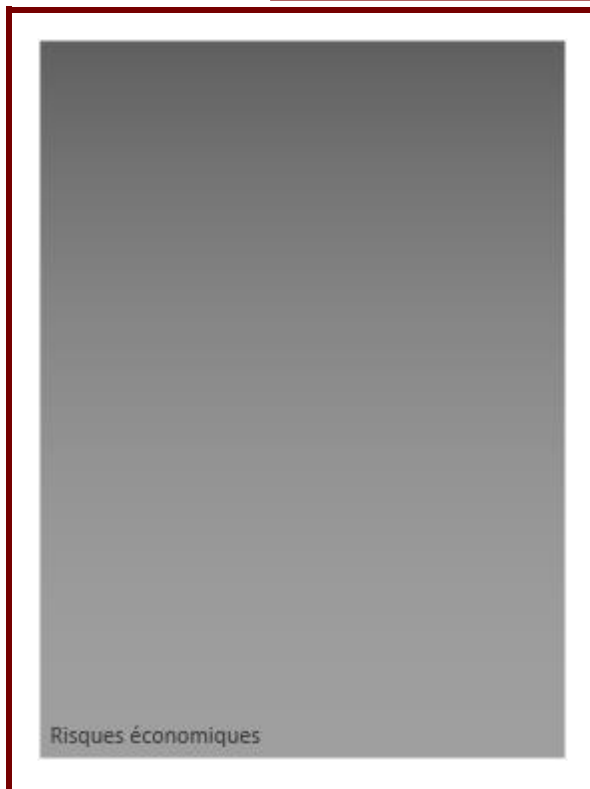


Sous thème : A1.T03.ST05 – Risques économiques

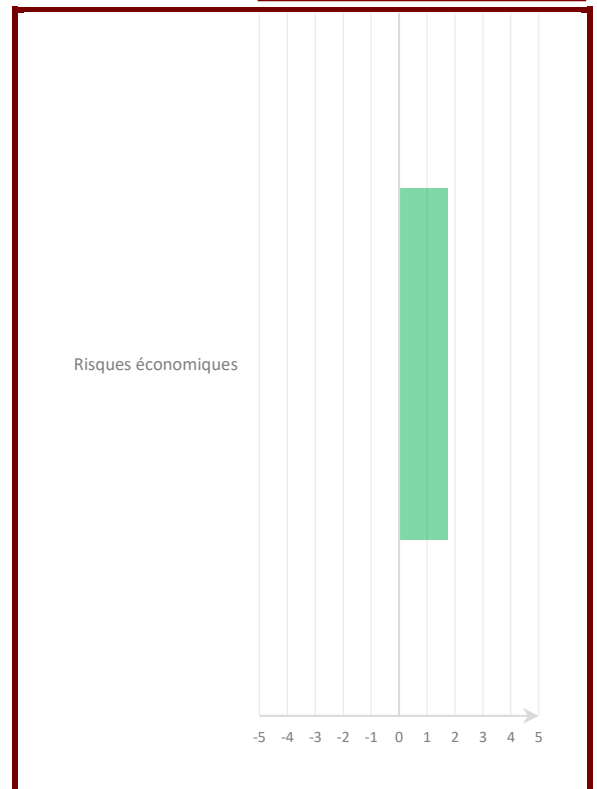
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

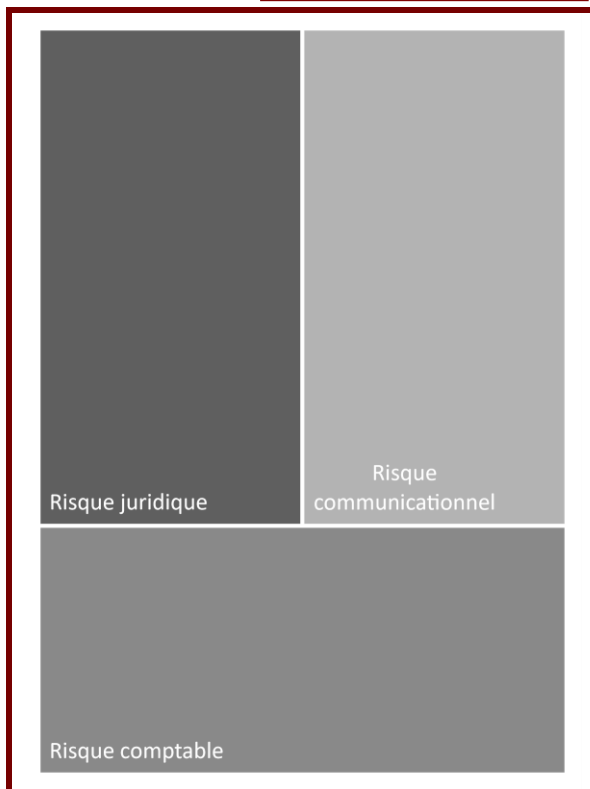


Sous thème : A1.T03.ST06 – Autres risques spécifiques liés aux activités support

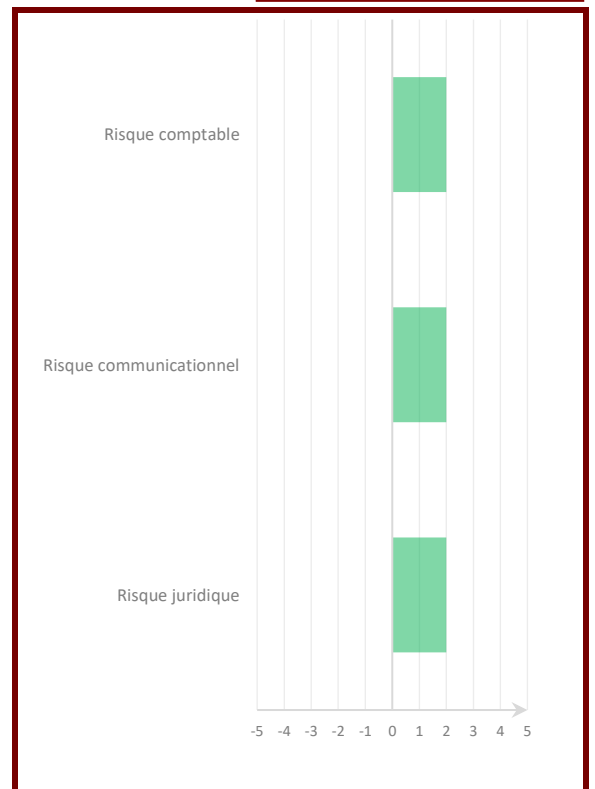
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème



Thème : A1.T04 – Gestion des liquidités

Matrice générale du thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Gestion des liquidités	Système de gestion des liquidités	A
	Gestion de la trésorerie	A
A	Autonomie financière	A-

Composition du thème

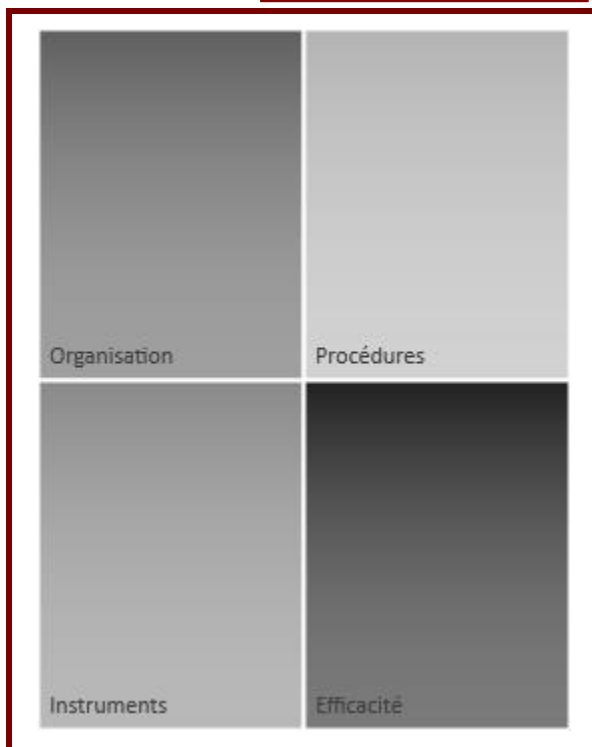
Gestion de la trésorerie	Autonomie financière	Système de gestion des liquidités
--------------------------	----------------------	-----------------------------------

Sous thème : A1.T04.ST01 – Système de gestion des liquidités

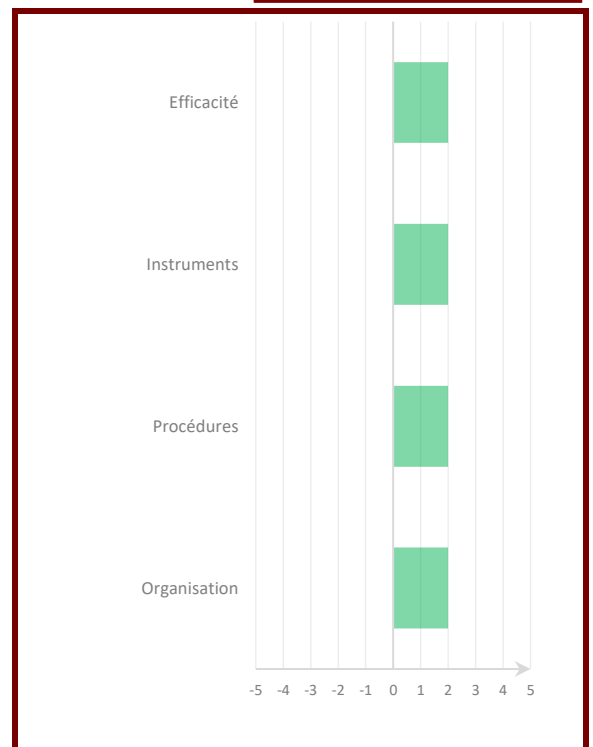
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

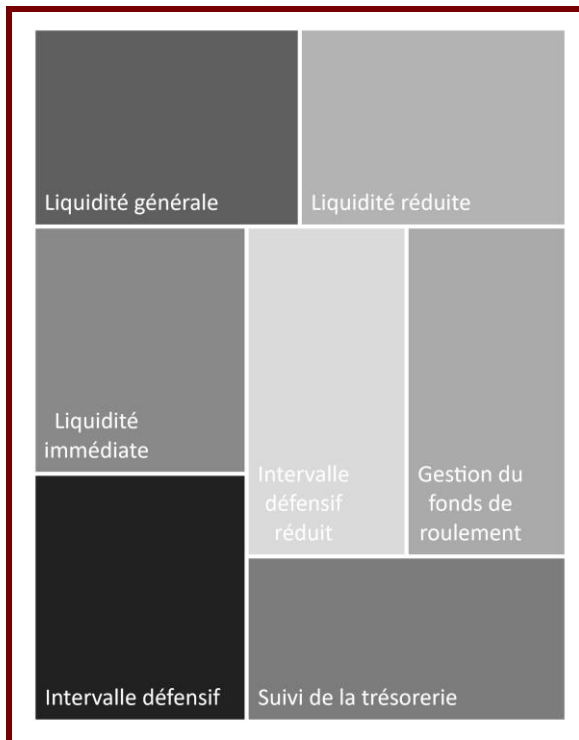


Sous thème : A1.T04.ST02 – Gestion de la trésorerie

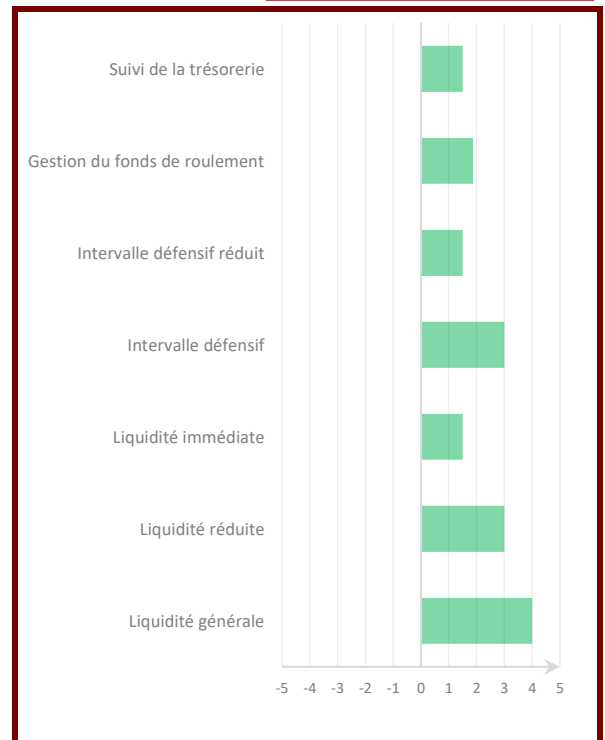
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

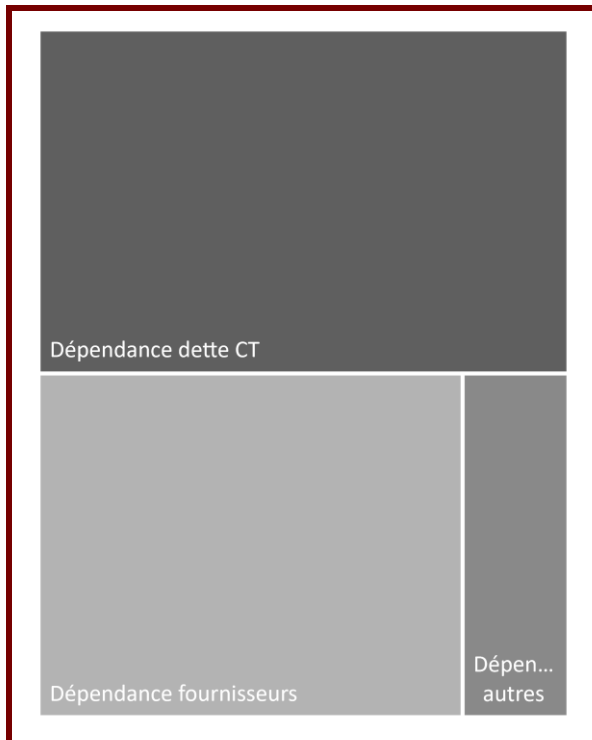


Sous thème : A1.T04.ST03 – Autonomie financière

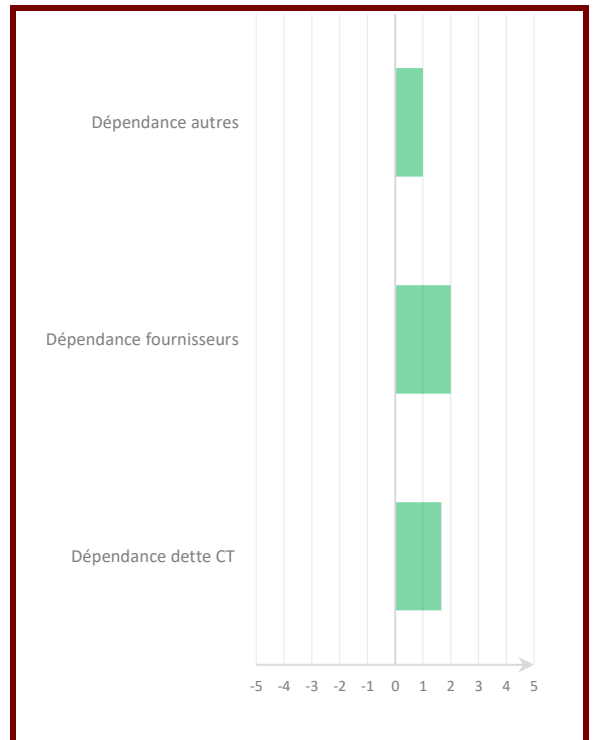
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème



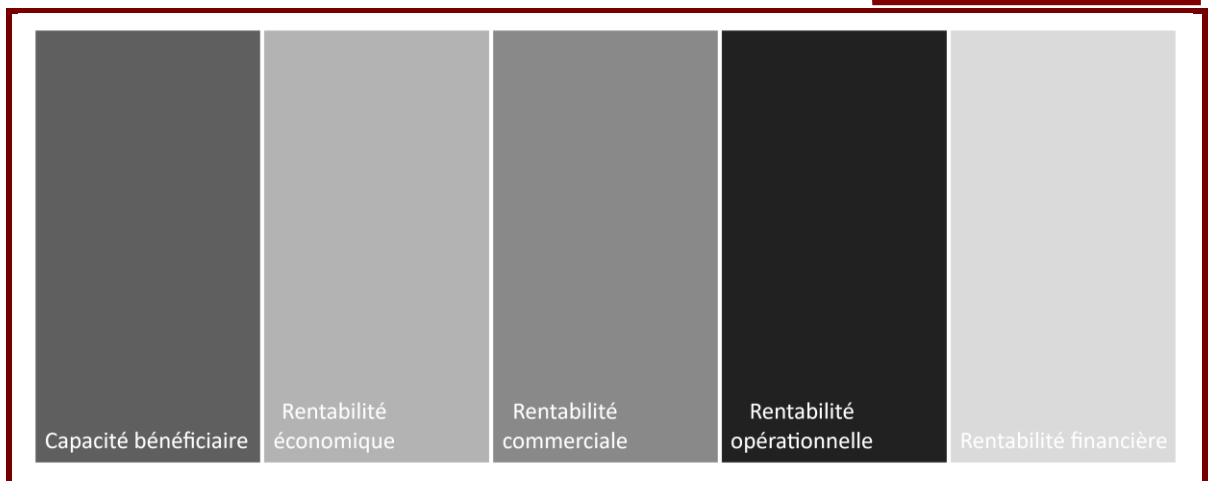
Thème : A1.T05 – Rentabilité & Performance

Matrice générale du thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Rentabilité & Performance	Capacité bénéficiaire	A+
	Rentabilité économique	A
	Rentabilité commerciale	A+
	Rentabilité opérationnelle	A
	Rentabilité financière	A
A		

Composition du thème



Sous thème : A1.T05.ST01 – Capacité bénéficiaire

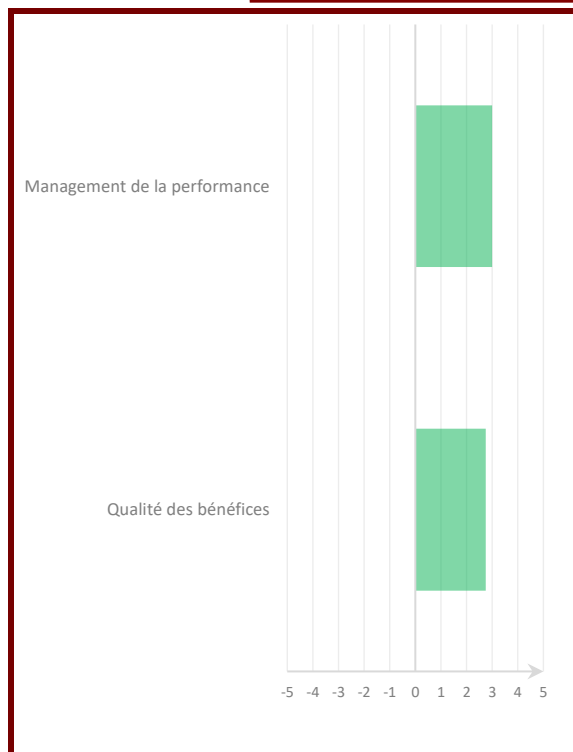
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

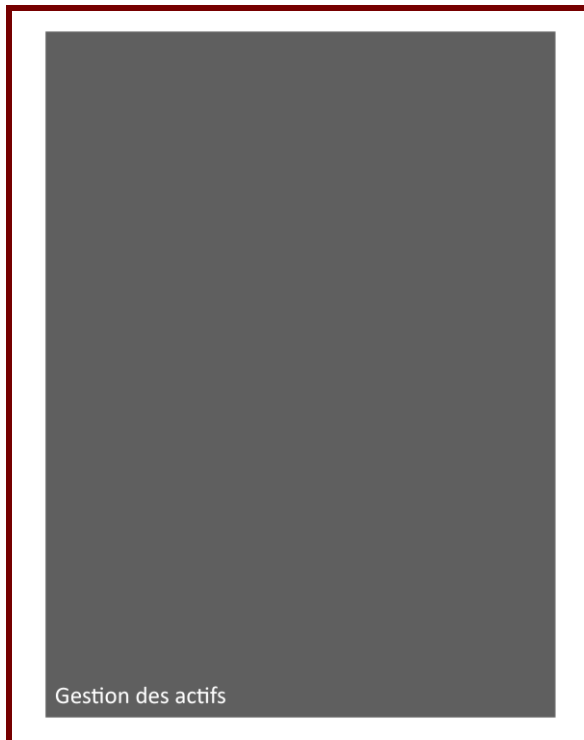


Sous thème : A1.T05.ST02 – Rentabilité économique

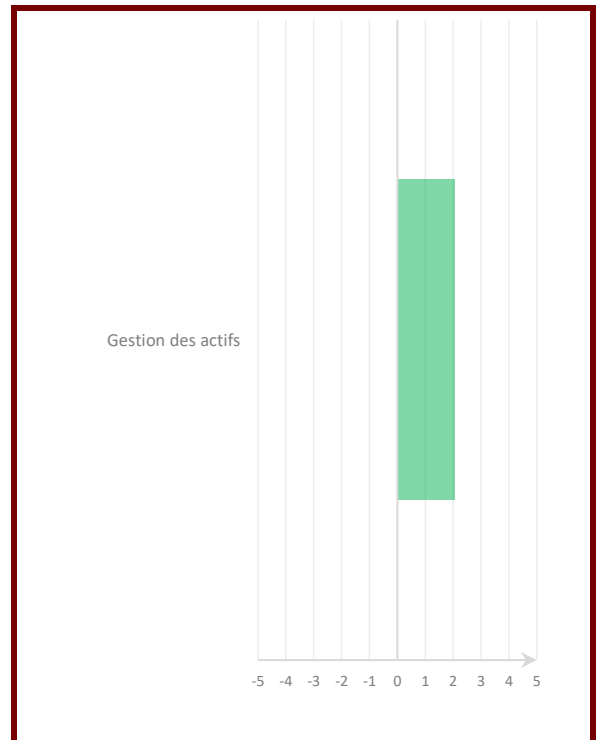
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

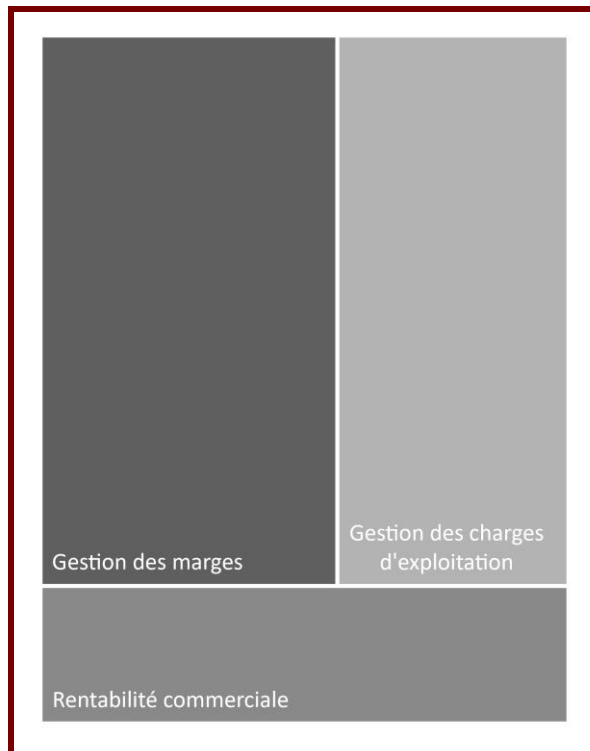


Sous thème : A1.T05.ST03 – Rentabilité commerciale

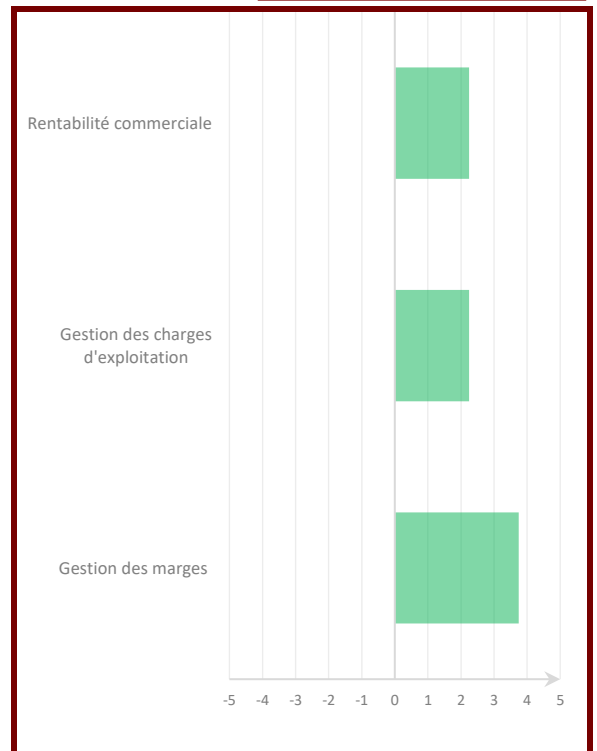
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

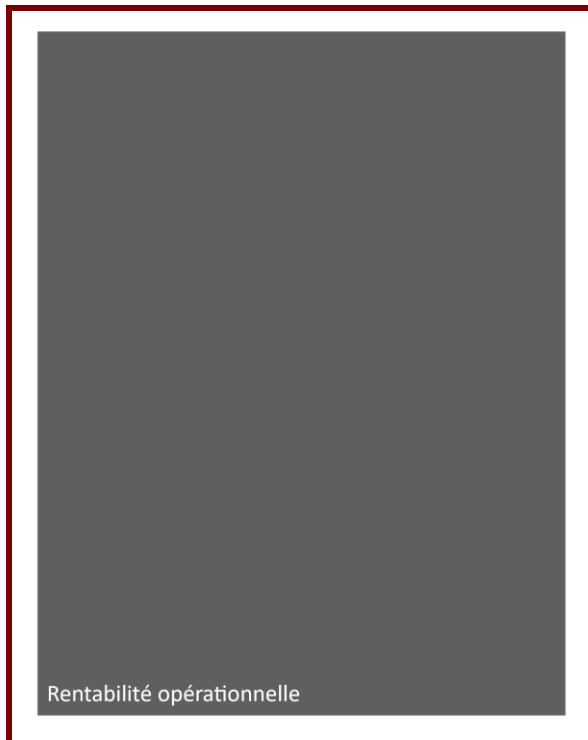


Sous thème : A1.T05.ST04 – Rentabilité opérationnelle

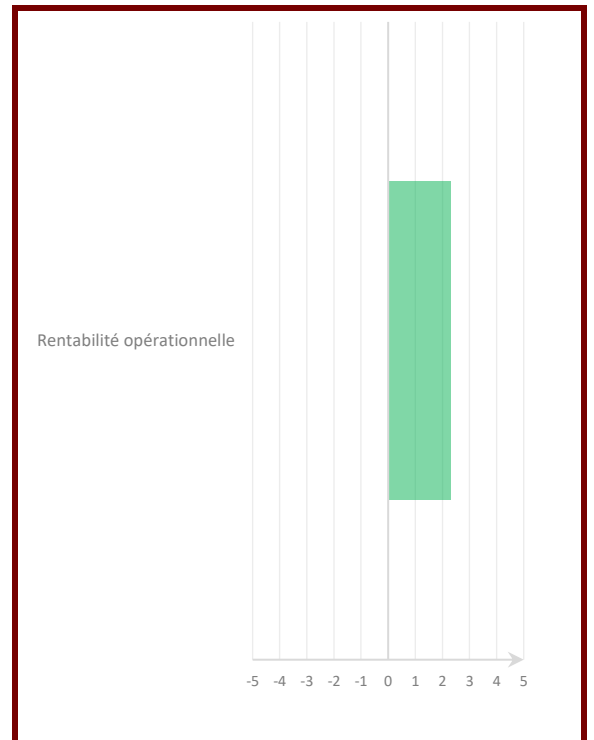
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

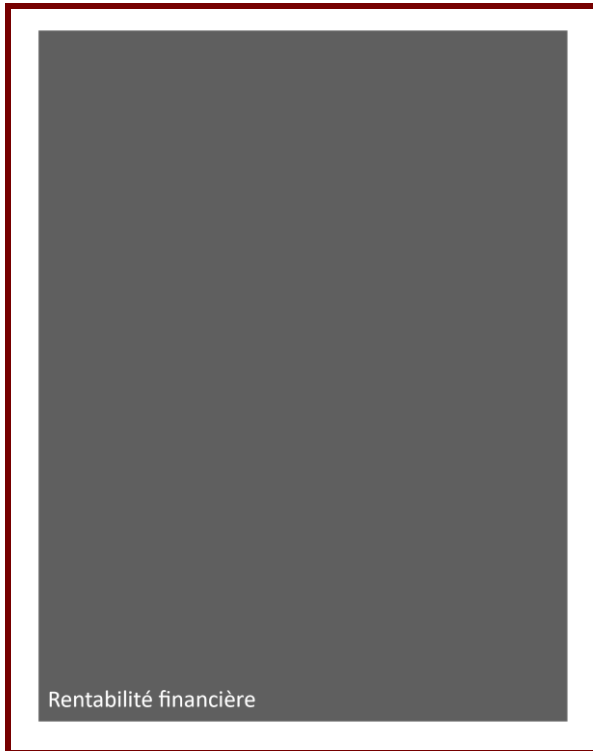


Sous thème : A1.T05.ST05 – Rentabilité financière

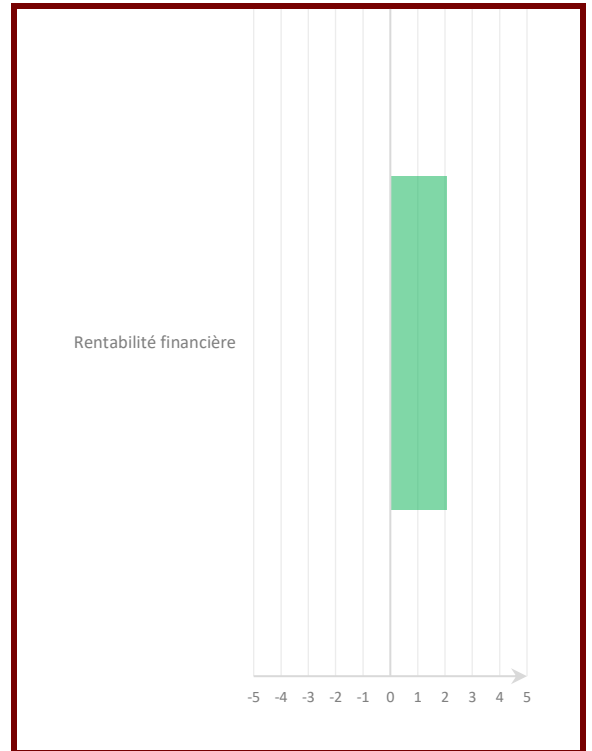
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème



Thème : A1.T06 – Efficience managériale

Matrice générale du thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Efficience managériale	Organisation	A-
	Planification stratégique	AA-
	Rentabilité financière des ressources humaines	A
A	Système d'information	AA-

Composition du thème

Organisation	Planification stratégique	Rentabilité financière des ressources humaines	Système d'infor...
--------------	---------------------------	--	--------------------

Sous thème : A1.T06.ST01 – Organisation

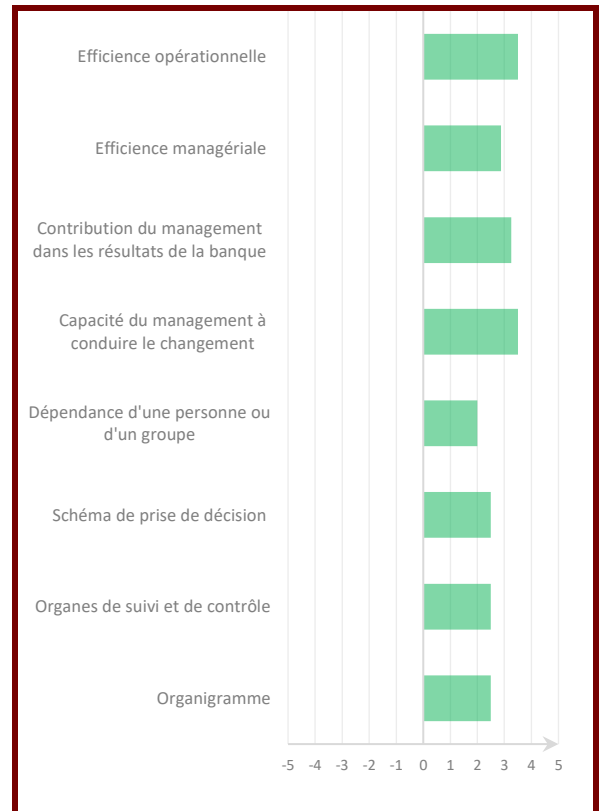
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème

Organigramme	Organes de suivi et de contrôle
Schéma de prise de décision	Dépendance d'une personne ou d'un groupe
Capacité du management à conduire le changement	Efficience managériale
Contribution du management dans les résultats de la société	Efficience opérationnelle

Analyse du sous thème



Sous thème : A1.T06.ST02 – Planification stratégique

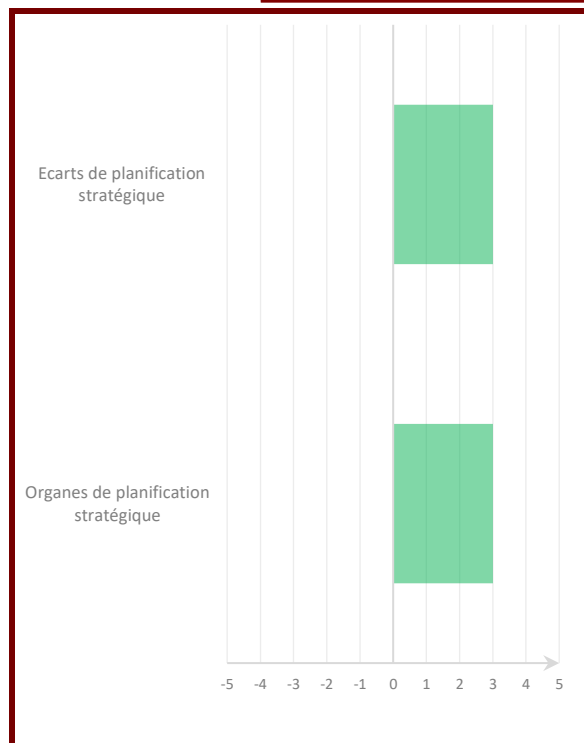
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

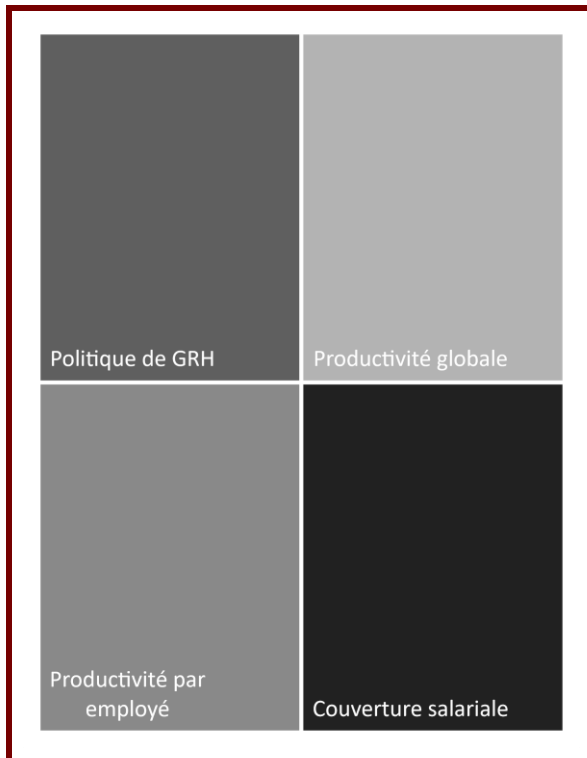


Sous thème : A1.T06.ST03 – Rentabilité financière des ressources humaines

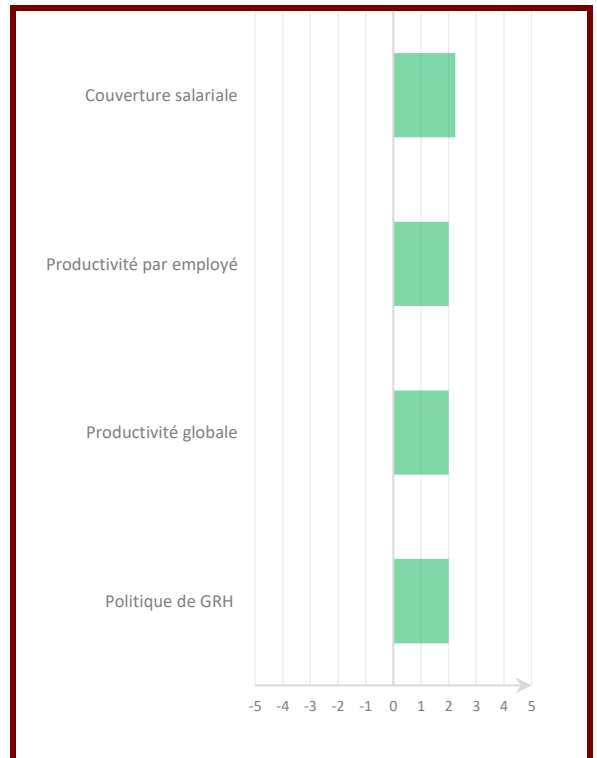
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème

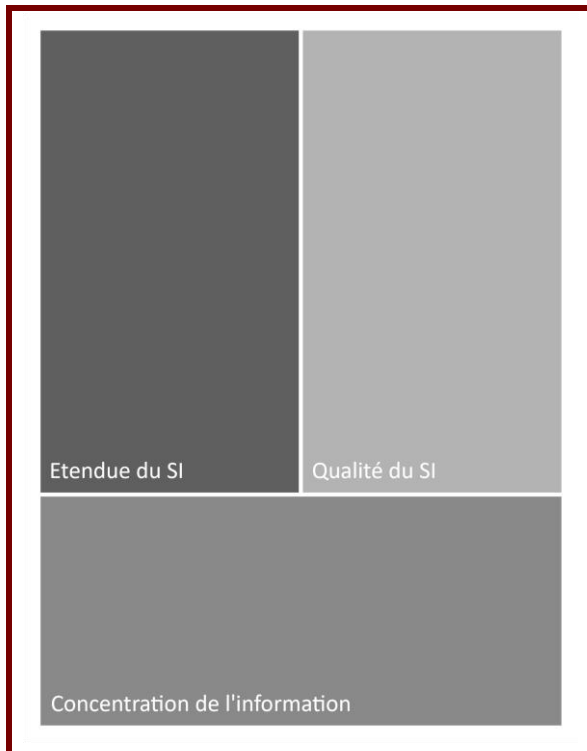


Sous thème : A1.T06.ST04 – Système d'information

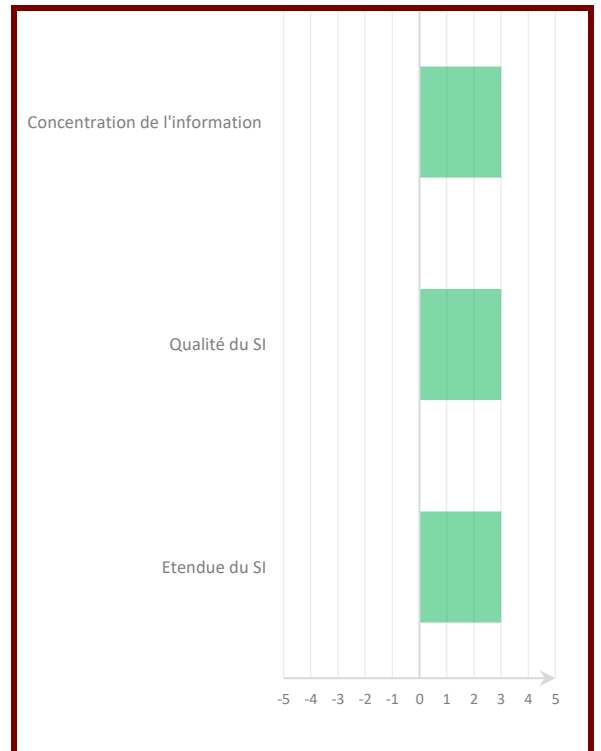
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC
BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC
BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD
BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D

Composition du sous thème



Analyse du sous thème



www.pbrating.com