



PROJET DE COMPTE RENDU DE NOTATION FINANCIÈRE

SIDENOR



2022

INTRODUCTION.....	3
NOTE METHODOLOGIQUE	4
PRESENTATION	9
FICHE DE NOTATION	10
FACTEURS DE NOTATION	48
DIAGNOSTIC DE NOTATION	50

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

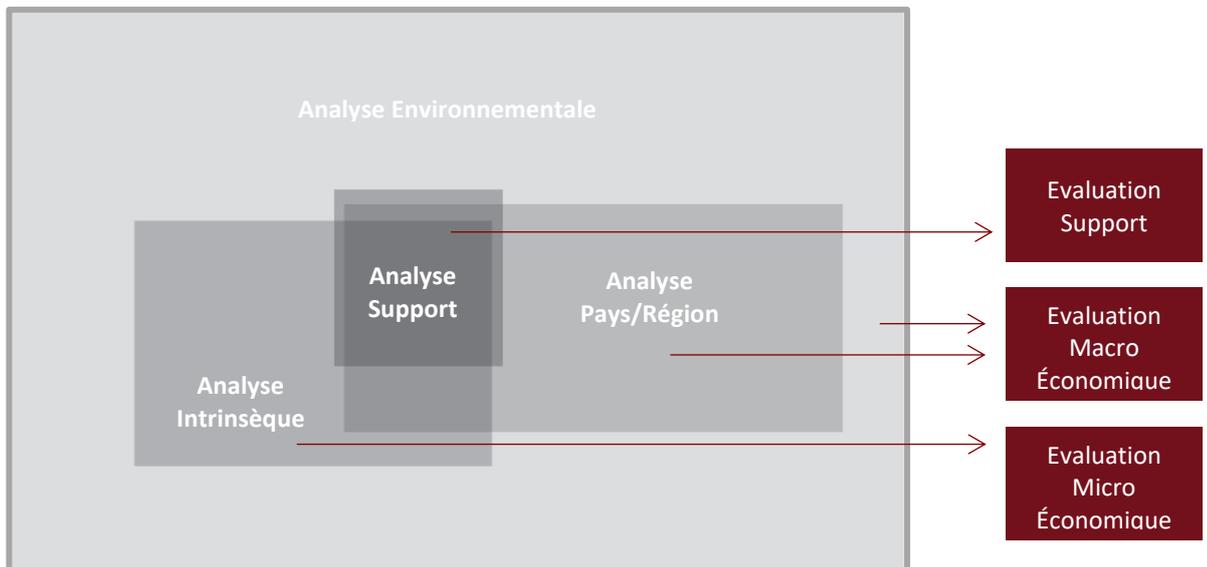
Ce rapport reste sous le sceau de la confidentialité qui régit la collaboration entre PBR Rating et SIDENOR. Aucune des deux parties précédemment citées ne peut divulguer, une partie ou la totalité, des informations contenues dans ce rapport sans l'accord explicite de l'autre partie.



PROCESSUS DE NOTATION

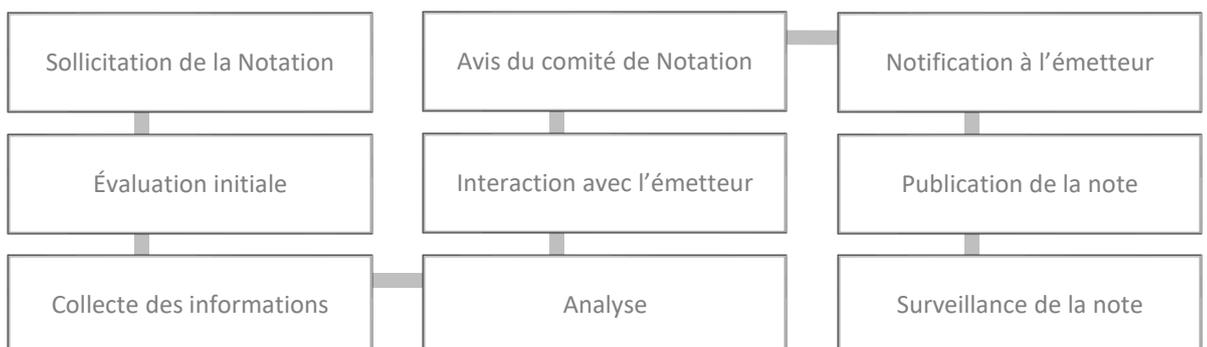
Le système de Notation PBR Rating est basé sur une évaluation multidimensionnelle, opérée sur trois domaines distincts, à travers trois axes temporels :

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



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

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



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

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

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

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

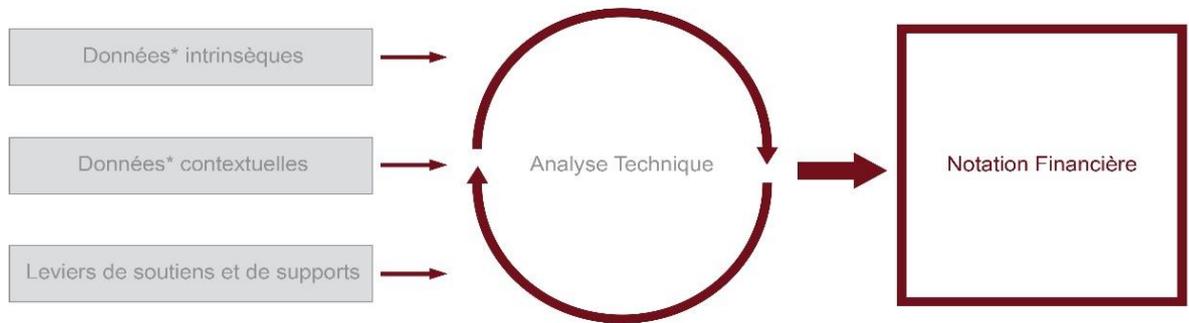
Dans le cadre du processus global de Notation PBR Rating, le sous-process d'analyse revêt une importance majeure dans la constitution des dossiers de Notation. Il englobe l'ensemble des phases techniques de collecte et de traitement des informations, puis les phases d'analyse, ensuite les phases de rédaction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



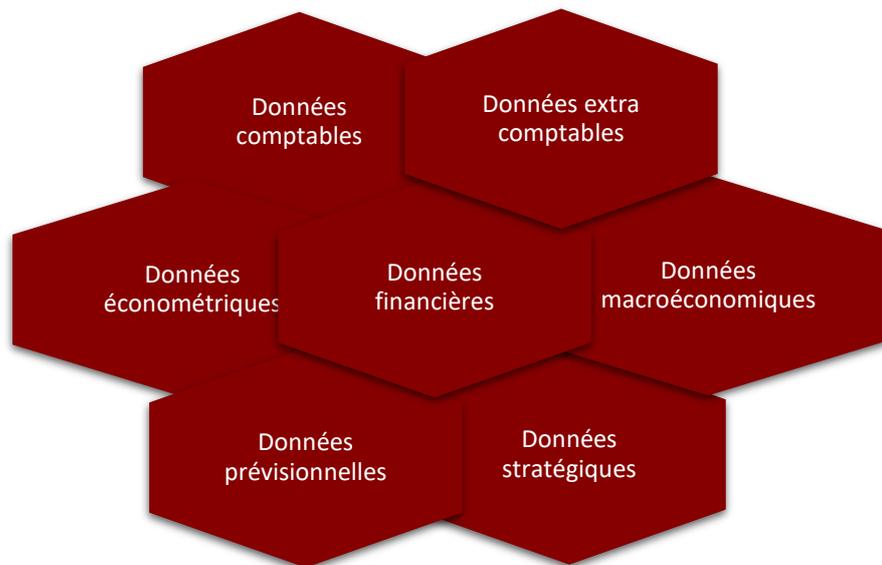


DONNEES DE BASE POUR L'EVALUATION

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



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



La collecte des informations se fait à travers cinq modalités :

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



SCHEMA DE NOTATION

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

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

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



RECAPITULATIF DE LA CARTOGRAPHIE ANALYTIQUE

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	A+	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
		BBB+	650→700			
	A3	BBB	600→650	Solvabilité moyenne	Signature spéculative	C5
		BBB-	550→600			
		BB+	500→550			
Catégorie de spéculation	B	BB	450→500	Probabilité de remboursement incertaine, risque assez fort	Signature très spéculative	C6
		BB-	400→450			
		B+	350→400			
	C	B	300→350	Solvabilité compromise, risque fondamental	Signature ultra spéculative	C7
		B-	250→300			
		B	200→250			
D	CCC	150→200	Défaut sélectif	Risque de défaut avec espoir relatif de recouvrement	C8	
	CC	100→150				
	C	50→100				
	RD	0→50	Défaut	Risque de défaut avéré	C9	
	D	< 0				



FICHE DE NOTATION

SIDENOR

Dénomination officielle



Informations clefs

Pays	Tunisie
Produits d'exploitation	353 948 548 TND (2021)
EBITDA ajusté	59 864 464 TND (2021)
Résultat d'exploitation	46 793 359 TND (2021)
Résultat Net	16 935 061 TND (2021)
Capitaux propres	79 897 818 TND (2021)
Total actifs	282 335 642 TND (2021)
Président du Conseil	Monsieur Fethi Mokhtar
Directeur Général	Monsieur Naoufel Bouallegue

Mission

Notation	Qualité Financière
Type de mission	Notation initiale
Exercice	2022
N° dossier	056.007.001.001
Représentant	Monsieur Bacem Beltifa
NOTATION	BBB+ (Tun), avec perspective positive

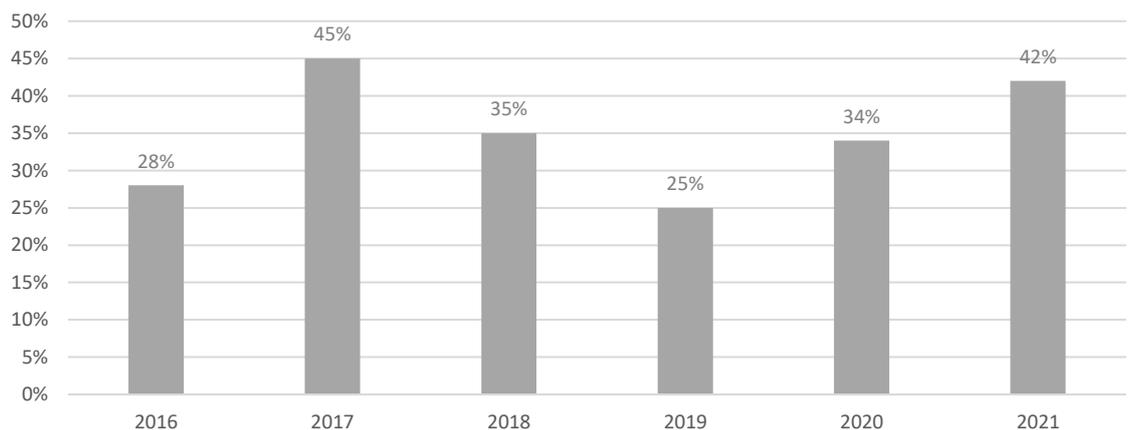
■ **THEME 1 – UNE POSITION DE PREMIER ORDRE RENFORCEE PAR DES INVESTISSEMENTS DE CAPACITE, AUGURANT DES PERSPECTIVES POSITIVES DE CROISSANCE**

Fondé en 1993, SIDENOR est parmi les principaux sidérurgistes en Tunisie. La société produit du rond à béton (79,6% du CA de 2021) et du fil machine (20,4% du CA de 2021), produits servant de matière première pour le bâtiment et les industries de tréfilage (grossistes et revendeurs de matériel de construction). SIDENOR est le premier laminoir privé de Tunisie, avec une capacité de production atteignant les 220 000 tonnes/an, après la mise à niveau de son four en 2019. Au fil des années, SIDENOR a développé une large gamme de produits (différents grades et diamètres), répondant aux besoins de ses clients. D’ailleurs, le nombre de produits en vente est passé de 12 en 2016 à 38 en 2021.

SIDENOR est confronté à une homologation des prix de rond à béton par le Ministère du Commerce, d’une part, et à la hausse des cours internationaux des matières premières, d’autre part, surtout après le déclenchement de la guerre entre la Russie et l’Ukraine, où SIDENOR s’approvisionne en billettes (matière première entièrement importée), en plus de la Turquie. Le sidérurgiste dispose d’une marge de manœuvre limitée sur le marché export, puisque l’industrie du fer est soumise à des autorisations strictes pour l’export du rond à béton, au vu d’une demande excédant l’offre sur le marché tunisien.

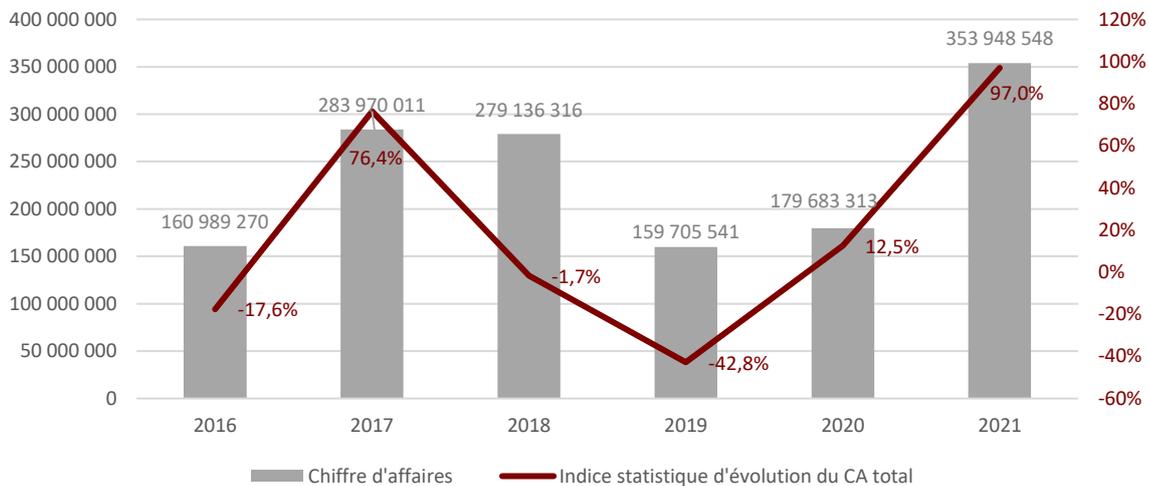
Jouissant d’une position de premier ordre sur le marché local, la part de marché de SIDENOR, en termes de chiffre d’affaires, s’est améliorée à partir de 2020, pour atteindre les 42% en 2021, une part qui vient rattraper la dégradation témoignée sur la période 2018-2019 (une PDM passant de 45% en 2017 à 25% en 2019).

Evolution de la part de marché



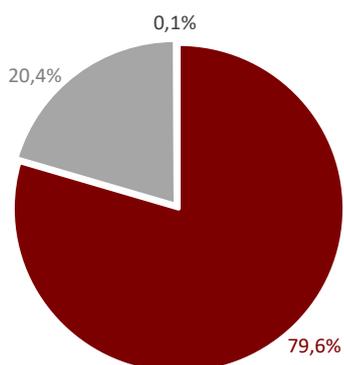
La mission de Notation a observé une croissance irrégulière du chiffre d’affaires sur la période 2016-2021. Néanmoins, une reprise a été constatée à partir de l’exercice 2020 (en dépit du contexte lié au COVID-19), principalement grâce à la mise à niveau du four en 2019. De ce fait, le chiffre d’affaires du sidérurgiste a augmenté annuellement de 12,5% et de 97% respectivement en 2020 et 2021, pour s’établir à 353,948 MTND.

Evolution des revenus



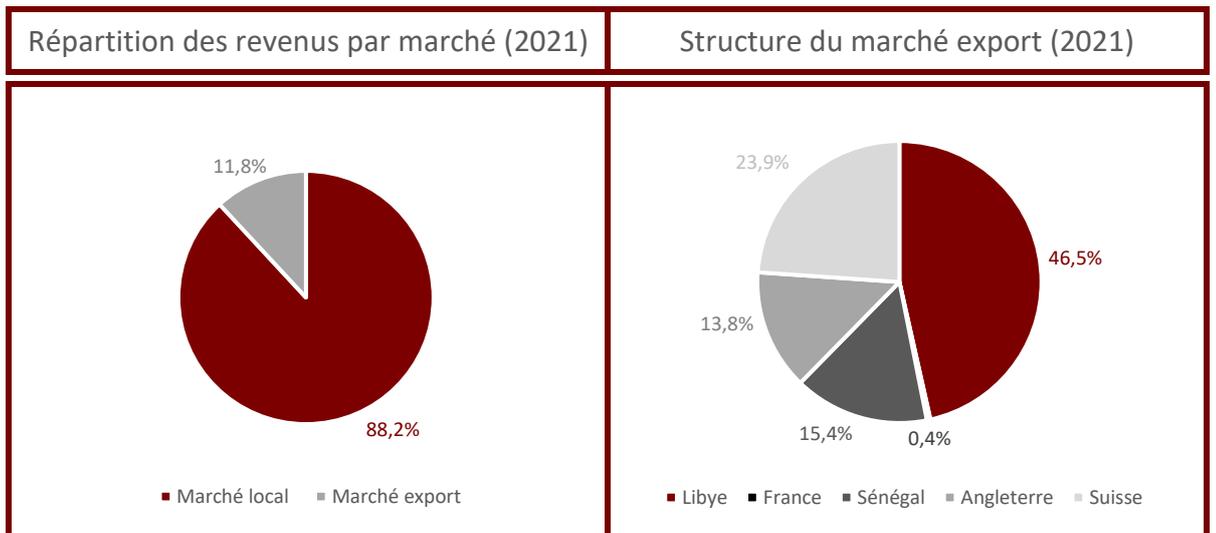
La répartition des revenus de SIDENOR par segment d'activité fait ressortir le rond à béton comme principal produit de la société, représentant 79,6% des revenus en 2021, contre 20,4% pour le fil machine. La mission de Notation considère cette répartition convenable, étant donné la forte demande de rond à béton, mais aussi son importance dans le secteur du BTP. D'ailleurs, cette répartition correspond à la répartition des revenus selon le type de clientèle, puisque le rond à béton est destiné aux grossistes de matériaux de construction et le fil machine est destiné aux tréfileurs.

Répartition des revenus par segment d'activité (2021)

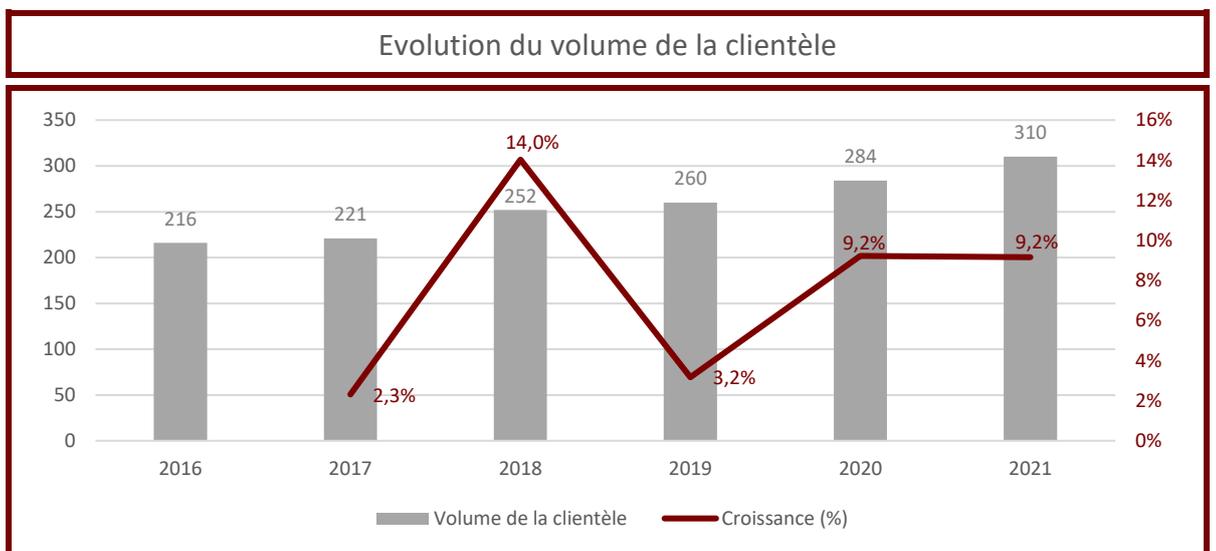


■ Rond à béton ■ Fil machine ■ Autres produits

SIDENOR assure la vente de ses produits principalement sur le marché local, au vu d'un cadre réglementaire qui oriente les sidérurgistes tunisiens à répondre aux besoins du marché local en rond à béton avant de se diriger vers les marchés étrangers, afin d'assurer la couverture du marché local en premier lieu. La société n'a commencé à exporter du fil machine qu'à partir de l'exercice 2020, une faible part (1,7%) qui s'est accrue pendant l'exercice suivant pour atteindre les 11,8%. La Libye accapare la plus grande part des exportations de SIDENOR (46,5%) en 2021, suivie de la Suisse (23,9%, à travers des sociétés de trading) et du Sénégal (15,4%). La société a établi deux entités, l'une en France et l'autre au Sénégal, afin de développer son activité export. Par ailleurs, des ventes à destination de l'Espagne ont eu lieu, courant de l'exercice 2022.



La mission a noté une augmentation continue du volume de la clientèle sur la période 2017-2021, à un rythme de 7,6% en moyenne, au vu de la forte demande de rond à béton et de fil machine sur le marché tunisien. De ce fait, le nombre de clients de SIDENOR est passé de 216 en 2016 à 310 en 2021.

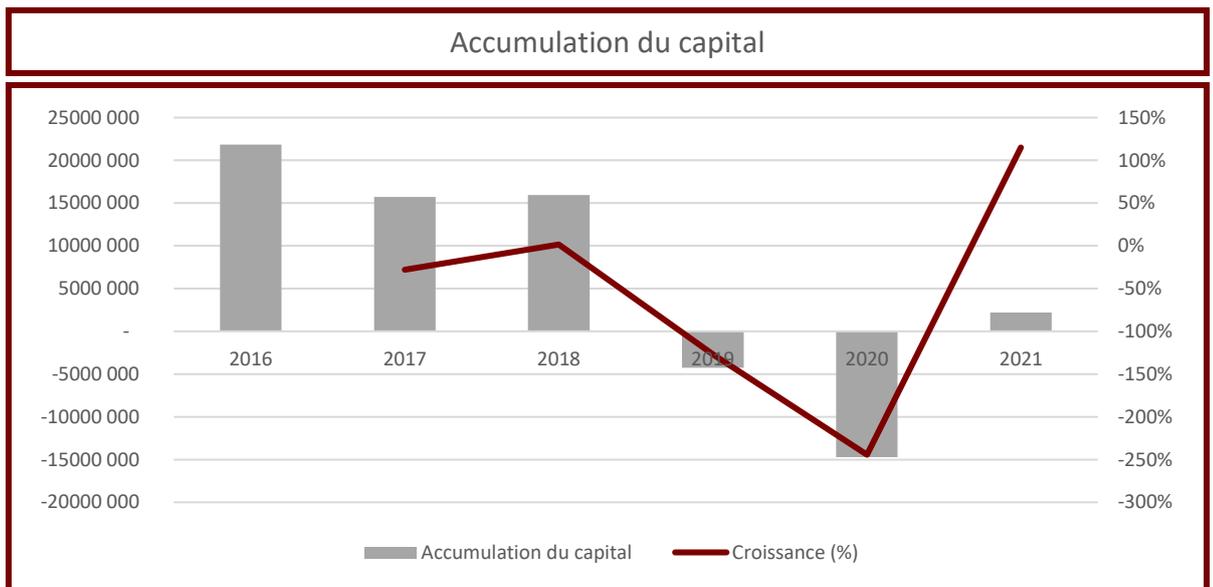


Globalement, SIDENOR bénéficie d'une position de premier ordre sur son marché, étant un acteur de référence dans l'industrie sidérurgique tunisienne. La mise à niveau du four, ainsi que le développement de l'activité export pour le fil machine, augurent des perspectives de croissance positives, aussi bien en termes de top-line que de bottom-line. Toutefois, la maîtrise de l'approvisionnement demeure un défi majeur sur le court à moyen terme, au vu du contexte économique et politique mondial.

THEME 2 – UNE SOUS-CAPITALISATION ET DE LOURDS ENGAGEMENTS FINANCIERS PERSISTANTS

Au terme de l'exercice 2021, les états financiers de SIDENOR affichent un capital social de 61,5 MTND, détenu, à travers des participations directes et indirectes, à hauteur de 75% par la famille MOKHTAR. Sur la période 2016-2021, les actionnaires ont opéré 4 augmentations de capital : en 2016, 2017, 2019 et 2021, pour des montants de respectivement 2,5 MTND, 10 MTND, 12 MTND et 15 MTND. Ces injections de capital ont permis de consolider le tour de table de la société, avec l'intégration de deux fonds d'investissement dans le capital de la société, notamment SICAR Invest et International SICAR.

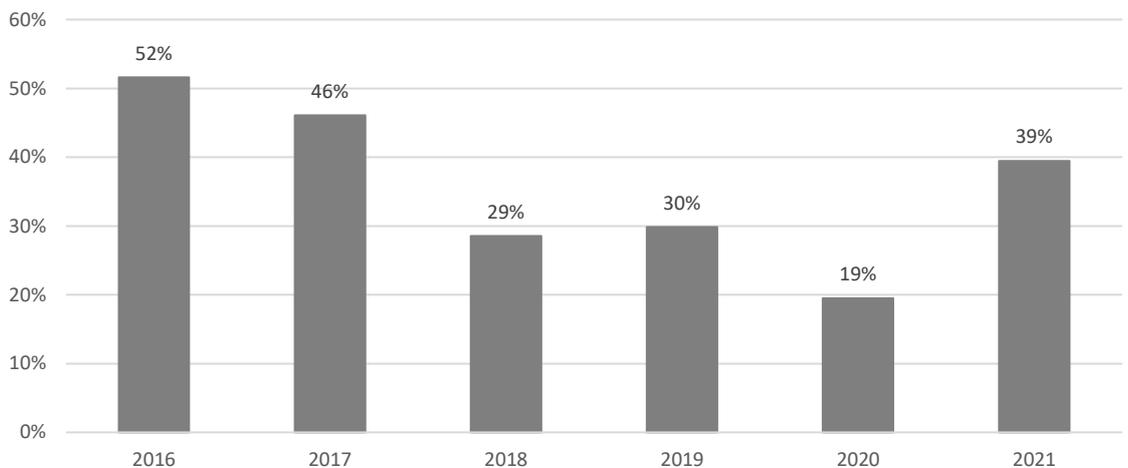
La mission estime que, sur la période 2017-2021, SIDENOR démontre une certaine faiblesse à générer du capital et à renforcer ses fonds propres à travers son activité. En effet, la société a pu jouir, au terme de l'exercice 2016, d'une accumulation de capital (appréciée par les réserves, les résultats reportés et le résultat de l'exercice) appréciable, pour un montant de 21,8 MTND, représentant 49% des fonds propres. Cependant, les résultats déficitaires des années 2019 et 2020, ont affecté négativement les fonds propres de la société qui, pour résorber cette perte, a eu recours à une revalorisation de l'unité industrielle ainsi que de l'usine.



La mission de Notation a porté une attention particulière à l'analyse de la solvabilité de la société qui affiche un déséquilibre historique au niveau de sa structure bilancielle. En effet, les fonds propres de SIDENOR restent à des niveaux relativement faibles sur la période allant de 2016 à 2020, représentant 52% du total des passifs en 2016 et suivant une trajectoire baissière jusqu'à atteindre 19% en 2020. En dépit des différentes augmentations de capital opérées sur la même période, cette dégradation est la résultante d'un cumul de pertes sur les exercices 2019 et 2020 (respectivement -8,2 MTND et -10,4 MTND).

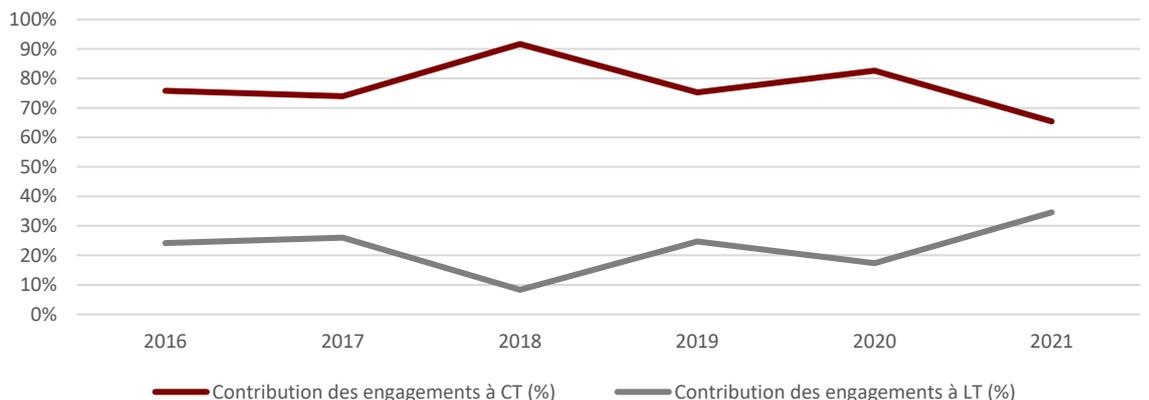
Cependant, la mission note une hausse du ratio de solvabilité (qui est passé de 19% en 2019 à 39% en 2021), portée par l'amélioration des fonds propres, à travers la constitution de réserves de réévaluation (équipement industriel et usine), opérée en 2019, boostant les fonds propres de 12,3 MTND, conjuguée à une augmentation du capital social de 15 MTND. Du côté de l'activité, la mission note une performance au niveau du Résultat de l'exercice qui est passé de -10,4 MTND en 2020 à 16,9 MTND en 2021, résorbant, ainsi, une grande partie des résultats négatifs cumulés durant les années 2019 et 2020.

Evolution du ratio de solvabilité

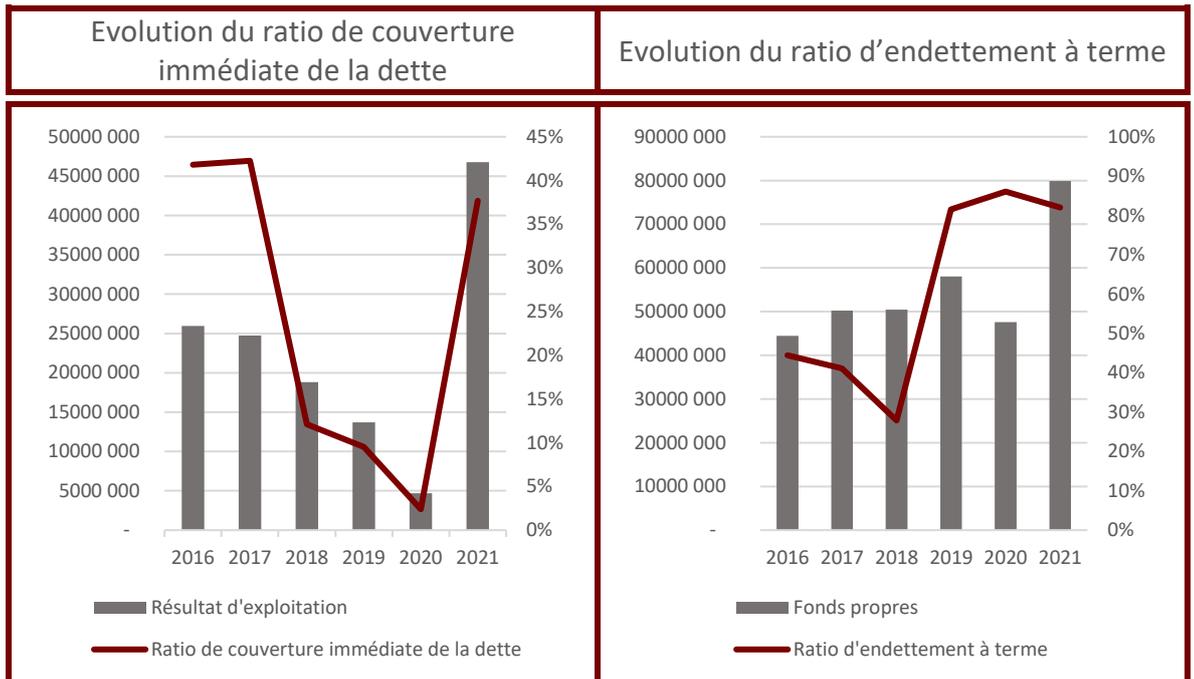


La structure de la dette financière de SIDENOR, sur la période 2016-2018, montre une prépondérance croissante des engagements à court terme, avec une contribution de 75% et de 91,7%, respectivement en 2016 et en 2018. La mission note, néanmoins, que la tendance des contributions des engagements, à long terme et à court terme, amorce, en 2019, un rapprochement pour s'établir, en 2021, à une pondération de 65% pour les engagements à court terme, contre 35% pour les emprunts à long terme. Ce retournement de tendance est dû, notamment, à une conversion d'une partie des dettes à court terme.

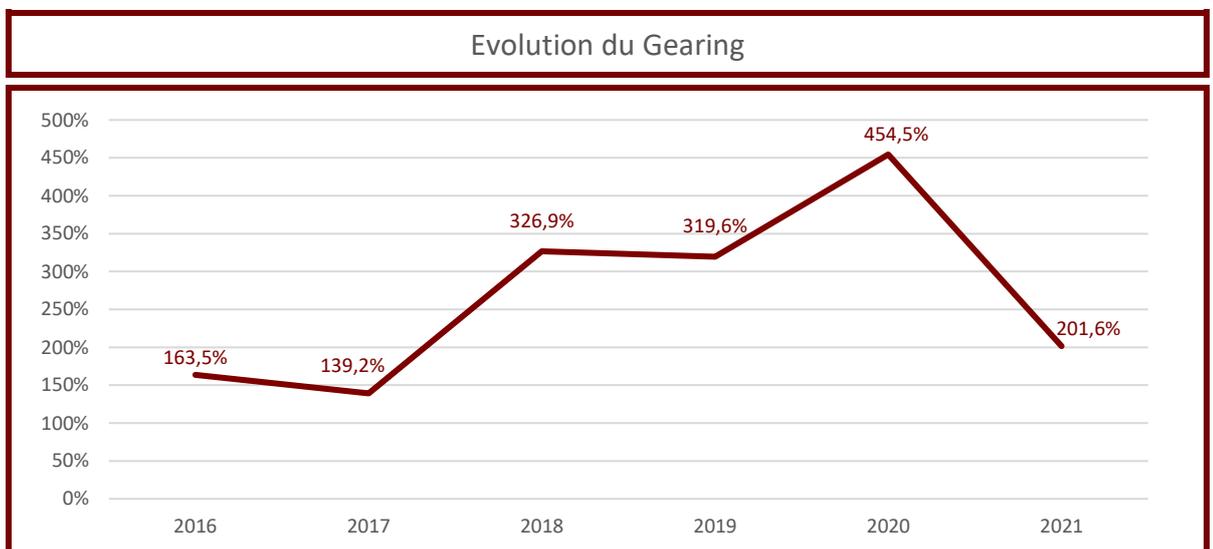
Structure de la dette financière



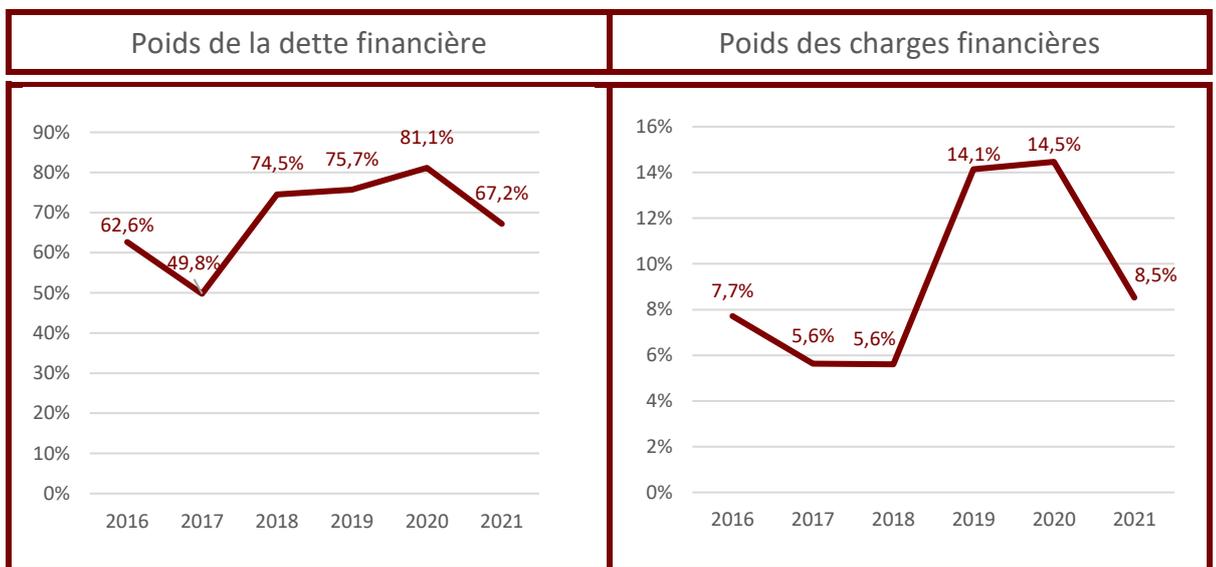
Par ailleurs, la mission juge que SIDENOR trouve une certaine difficulté à maintenir un niveau stable de couverture des dettes à court terme par le résultat d'exploitation. Ceci se traduit par un ratio de couverture immédiate de la dette en baisse, passant de 41,8% en 2016 à 37,7% en 2021, affichant des niveaux très bas sur la période 2018-2020 (une moyenne de 8%). Concernant la couverture des emprunts à long terme par les fonds propres, la société affiche un ratio d'endettement à terme en hausse sur la période 2016-2021, témoignant de sa faible capitalisation. Ainsi, les emprunts à long terme représentent, en 2021, l'équivalent de 82% des fonds propres.



Sur la période 2016-2021, SIDENOR affiche un Gearing moyen de 267%. Une moyenne assez élevée qui témoigne du recours accru de la société à l'endettement et de l'insuffisance de ses moyens propres pour financer son activité. Ainsi, le sidérurgiste dispose d'une faible marge de manœuvre en cas de besoin de financement externe pour ses activités.

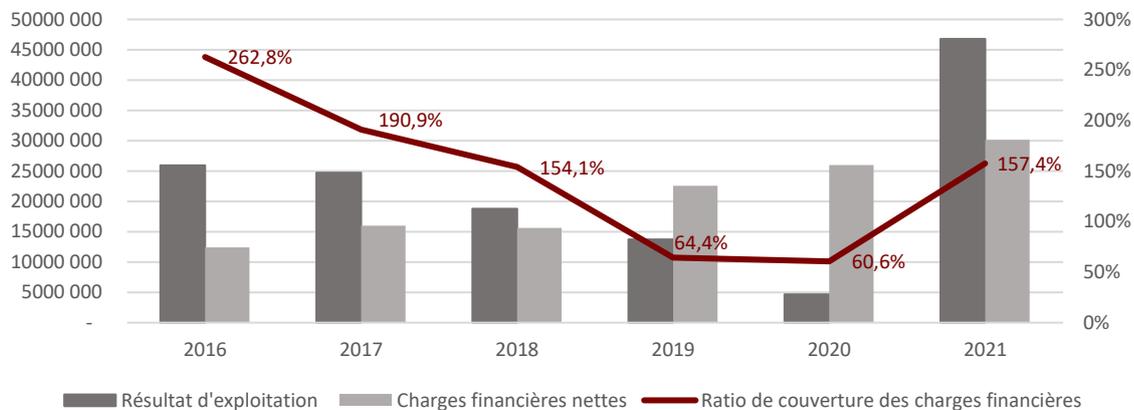


La mission de Notation met l'accent sur le fort recours de SIDNEOR à l'endettement pour le financement de son activité et de ses investissements, détériorant, ainsi, l'équilibre de ses ressources. En effet, sur la période 2016-2021, le poids de la dette financière, dans le total du bilan, affiche une moyenne de 70%. S'agissant, en grande partie, de dettes à court terme, cela engendre des charges financières élevées. Bien qu'en baisse sur la période 2016-2018, le poids des charges financières a enregistré une hausse en 2019 (passant de 5,6% en 2018 à 14,1% en 2019) suite, d'une part, au ralentissement de l'activité et, d'autre part, à l'augmentation des charges financières dans un contexte d'investissement. La forte reprise de l'activité en 2021, qui s'est traduite par une augmentation du chiffre d'affaires de 97%, a marqué le retour du poids des charges financières à des niveaux acceptables.



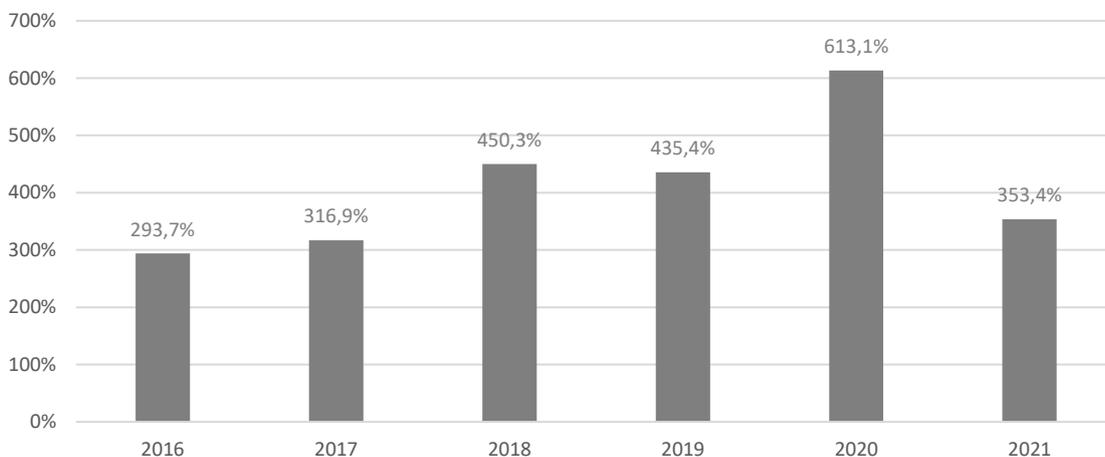
La mission note un déclin au niveau du taux de couverture des charges financières par le cycle d'exploitation sur la période 2016-2020. Cette dégradation est due, notamment, à la baisse du résultat d'exploitation, conjuguée à une augmentation des charges financières. Cette détérioration du résultat d'exploitation a été principalement induite par un choix désavantageux d'achat de devises étrangères à terme. Etant donné que son activité est régie par une réglementation de prix homologué, la société a été obligée de vendre à des prix défavorables. Il convient, tout de même, de souligner que la reprise de l'activité et de la rentabilité en 2021, financée par des ressources stables, a permis de redresser le taux de couverture, malgré l'augmentation des charges financières.

Evolution de la couverture des charges financières



Du côté de l'actif, le ratio du levier économique de SIDENOR a suivi une tendance globalement haussière sur la période 2016-2021, passant de 293% à 353%, ce qui témoigne, encore, de la faible capitalisation de la société et de son emploi de ressources externes, principalement à court terme, pour le financement de son actif.

Evolution du levier économique

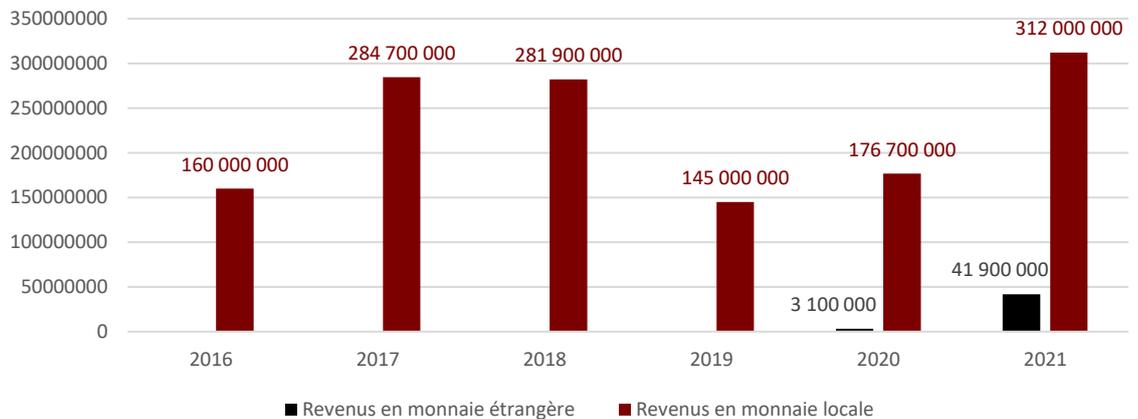


La mission de Notation a observé un déséquilibre de la structure financière de SIDENOR sur la période 2016- 2020, qui dénote un certain risque sur la solvabilité de la société, caractérisée par un endettement élevé et un faible niveau de fonds propres. Néanmoins, sur l'exercice 2021, la mission décèle un début de renversement de tendance au niveau de la structure des ressources, à travers l'injection de ressources à long terme, dont la société a bénéficié lors du plan de restructuration initié en 2019. La mission estime que SIDENOR dispose, actuellement, d'une faible marge de manœuvre en termes de financement. Cependant, la reprise marquée, aussi bien de l'activité que de la rentabilité, en 2021, avec un Résultat Net de 16,9 MTND, augure des perspectives de croissance positives, conditionnées, néanmoins, par la mise en place d'une stratégie à long terme pour l'équilibre des financements.

■ **THEME 3 – UN FAIBLE RISQUE COMMERCIAL AU VU D’UNE DEMANDE QUI DEPASSE LARGEMENT L’OFFRE SUR LE MARCHÉ LOCAL**

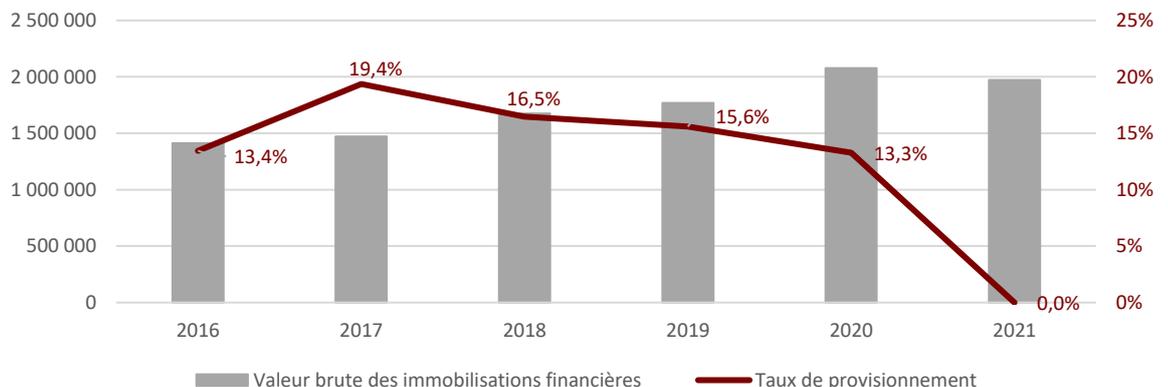
Avec des ventes majoritairement destinées au marché local (88,2% en 2021) et une matière première (billette) entièrement importée d’Europe (principalement Ukraine, Russie et Turquie), la mission de Notation estime que SIDENOR est exposée à un risque de change important au vu de la dépréciation quasi-continue du TND face aux devises étrangères sur la dernière décennie, mais aussi au vu de l’envolée des prix des matières premières, exacerbée par la guerre en Ukraine, conjuguée à une homologation des prix de rond à béton en Tunisie, réduisant la marge de manœuvre de la société face à la hausse des coûts d’approvisionnement.

Structure des revenus par devise



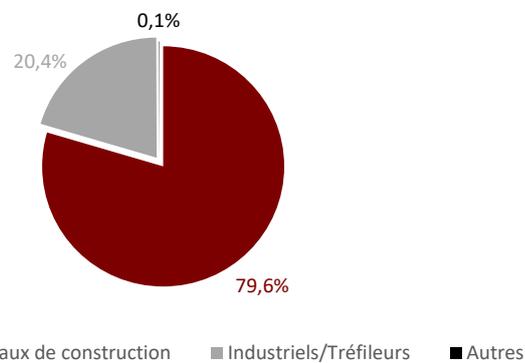
Dans le cadre de l’analyse du portefeuille financier de SIDENOR, la mission n’a pas constaté de risque particulier au vu d’un faible taux de provisionnement (une moyenne de 15,6% sur la période 2016-2020) qui devient nul sur le dernier exercice.

Evolution du taux de provisionnement du portefeuille financier



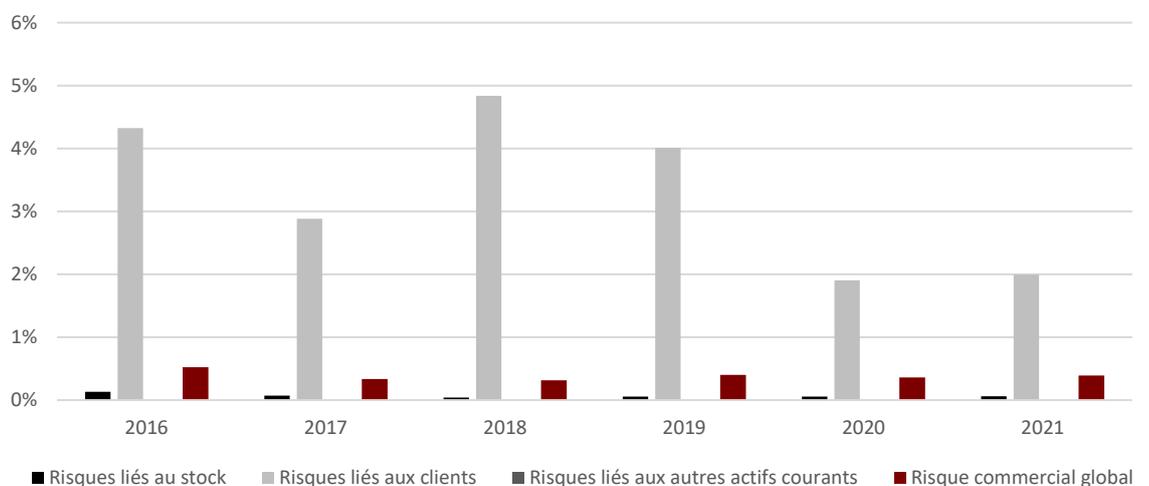
Du côté de la concentration client, aucune concentration excessive n'a été observée. En effet, SIDENOR adopte désormais une politique commerciale qui requière que les clients ne passent pas de commandes au préalable (exception faite pour les commandes spécifiques), mais s'approvisionnent directement de l'usine, et ce, au vu de la forte demande sur le marché local, une demande qui reste nettement supérieure à l'offre. D'autre part, la concentration par type de clientèle, en termes de revenus, relève une proportion importante pour les grossistes de matériaux de construction (79,6% en 2021, contre 20,4% pour les tréfileurs), une part justifiée au vu de la forte demande de rond à béton, principal produit commercialisé par les grossistes.

Répartition des revenus par type de clientèle (2021)



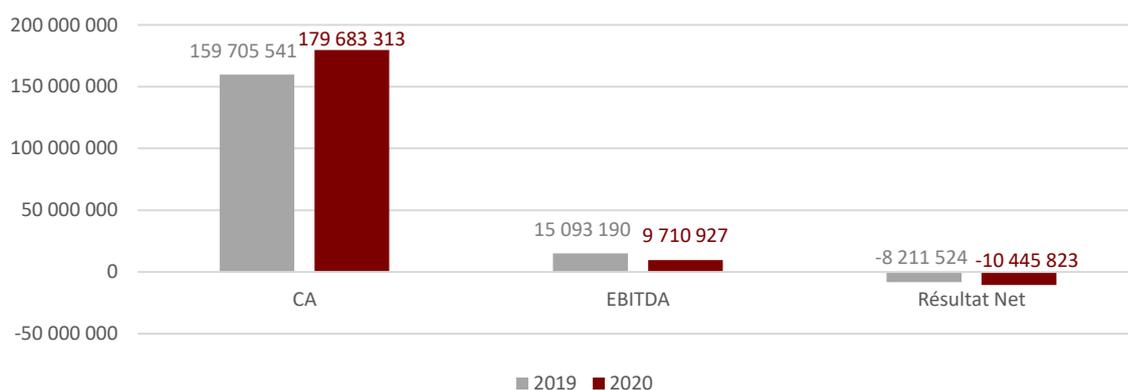
La mission de Notation n'a pas relevé de risque particulier lié aux stocks, clients et aux autres actifs courants, les taux de provisionnement pour ces éléments s'établissant à des niveaux très faibles. Ceci résulte en un risque commercial global négligeable, avec un taux de provisionnement se situant à une moyenne de 0,4% sur la période 2016-2021.

Evolution des risques commerciaux



A l'instar de tous les agents économiques, SIDENOR a fait face, en 2020, à une crise majeure causant un stress économique et financier exceptionnel, celle liée au COVID-19. Le top-line de la société a fait preuve de résilience, en enregistrant une amélioration de 12,5% en rythme annuel pour s'établir à 179,683 MTND. La mise à niveau du four, en 2019 et, ainsi, l'augmentation de sa capacité de production, ont compensé l'effet de la crise. Toutefois, les agrégats de rentabilité ont témoigné d'une dégradation, déjà amorcée une année auparavant, principalement à cause de la mise à niveau du four et les frais financiers engendrés par cette dernière. En effet, après s'être détérioré de 38,2% en 2019 (à 15,093 MTND), l'EBITDA a poursuivi sa baisse en 2020 pour se situer à 9,711 MTND (-35,7% en rythme annuel). Durant l'exercice 2020, les pertes se sont creusées davantage, avec un Résultat Net de l'ordre de -10,446 MTND contre -8,211 une année auparavant (et des bénéfices s'élevant à 7,728 MTND en 2018). Il y a lieu de mentionner que la rentabilité de la société s'est nettement redressée en 2021, avec un Résultat Net de retour en territoire positif, s'élevant à 16,935 MTND.

Evolution de certains agrégats de rentabilité : 2019/2020



Globalement, la mission de Notation estime que SIDENOR recèle un faible risque commercial au vu de la forte demande en rond à béton et en fil machine sur le marché local. Toutefois, la société pâtit de la hausse des coûts d'approvisionnement mais aussi de la dépréciation du TND par rapport aux devises étrangères puisque la matière première de SIDENOR est entièrement importée. La mission souligne également la hausse continue du taux directeur de la Banque Centrale de Tunisie, qui entraîne un accroissement du coût de financement, un coût dont la maîtrise s'avère être un enjeu majeur pour le sidérurgiste au vu de l'important poids de l'endettement (cf. THEME 2).

■ **THEME 4 - UNE POSITION DE TRESORERIE FRAGILE MAIS QUI TEMOIGNE DE RESILIENCE DANS UN CONTEXTE ECONOMIQUE DIFFICILE**

La mission de Notation a accordé une attention particulière à l'analyse du système de gestion des liquidités au sein de SIDENOR. La mission a noté que la gestion de la trésorerie prévisionnelle se fait à travers un logiciel, nouvellement acquis, qui intègre, entre autres, les activités d'achat, de vente et la gestion du stock. En outre, ce nouvel outil de gestion dynamique permet de mettre en place différents scénarios, notamment sur les fluctuations éventuelles des prix, le volume des ventes...

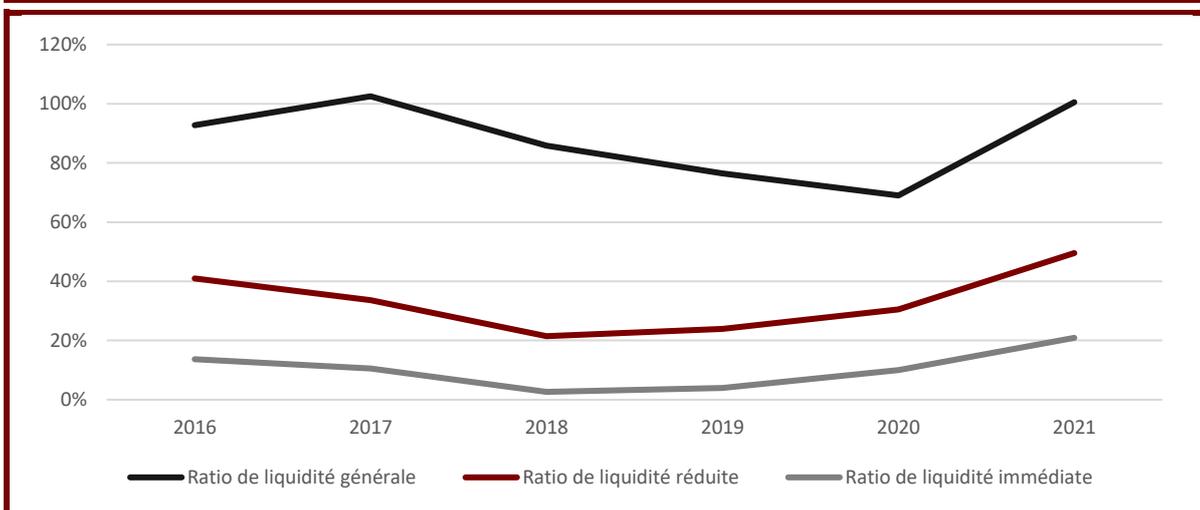
La société dispose d'une position de trésorerie instable, reflétée par des ratios de liquidité fluctuants sur les derniers exercices. Les ratios de liquidité de SIDENOR se situent à des niveaux au-dessous des normes de référence, découlant d'un niveau élevé d'engagements à court terme (principalement composés de concours bancaires).

En effet, le ratio de liquidité générale a emprunté une tendance irrégulière sur la période 2016-2020, passant de 92,7% à 69%. Ces niveaux insatisfaisants reflètent la difficulté dont pourrait disposer la société pour faire face à ses engagements à court terme en cas de perturbation de ses ventes. Cependant, suite à la contraction des concours bancaires de 71,6 MTND, une amélioration a été constatée en 2021, portant ce ratio à 100,6%.

Cette tendance est également observée au niveau du ratio de liquidité réduite qui, après avoir connu une baisse sur la période 2016-2018, passant de 41% à 21,4%, a démontré une hausse au cours des exercices suivants, pour se situer à 49,5% en 2021. Ce niveau, qui demeure bien inférieur au minimum requis, témoigne de la capacité insatisfaisante de SIDENOR à honorer ses dettes à court terme au moyen de son actif circulant hors stock, qui représente 50% de l'actif à court terme.

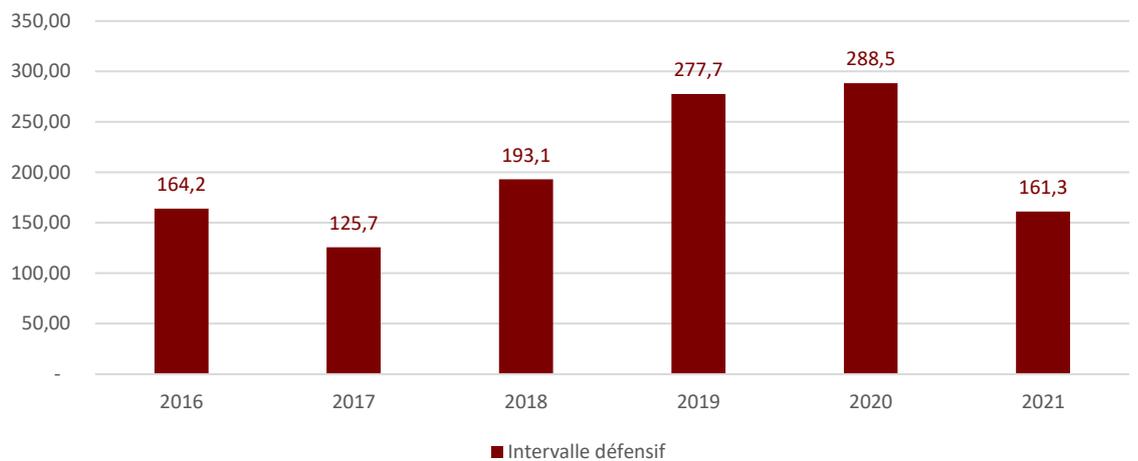
Le même constat s'applique au ratio de liquidité immédiate qui a affiché une tendance baissière sur la période 2016-2018, passant de 13,7% à 2,7%, pour, ensuite, suivre une progression afin de s'établir à 20,9% en 2021. Cette amélioration du ratio résulte, principalement, d'une injection de liquidité, suite à la mise en place du plan de restructuration. Ces faibles niveaux traduisent une capacité réduite du sidérurgiste à s'acquitter de ses engagements à court terme en ayant recours aux liquidités à disposition.

Evolution des ratios de liquidité générale, réduite et immédiate



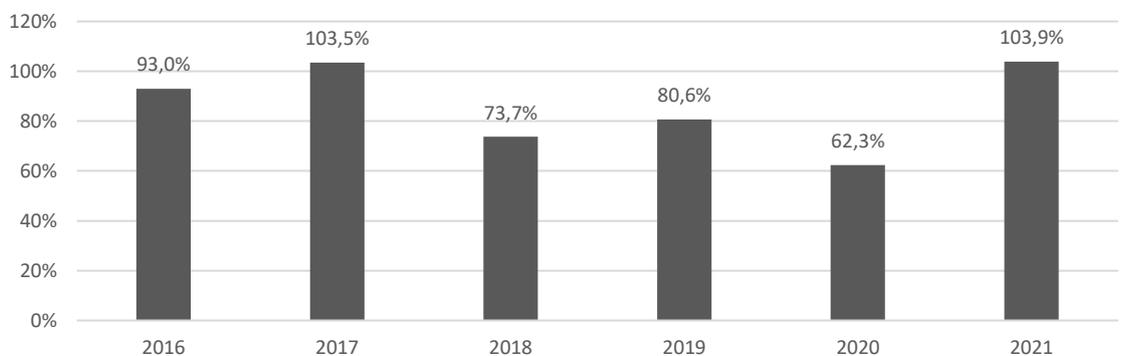
L'intervalle défensif de SIDENOR a suivi une trajectoire globalement favorable sur la période 2016-2020, passant de 164 jours à 288 jours. Cependant, cette hausse est principalement due à l'arrêt de la production et, de ce fait, à une diminution considérable des charges d'exploitation. Toutefois, en 2021, avec la reprise de l'activité, l'intervalle défensif revient à des niveaux historiques pour s'établir à 161 jours. Un niveau considéré relativement correct au vu de l'aspect fortement capitalistique de l'activité.

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



La mission de Notation juge insuffisante la capacité de SIDENOR à financer ses actifs immobilisés par ses capitaux permanents. Ainsi, le ratio du fonds de roulement présente une moyenne de 82,6% sur la période 2016-2020. Toutefois, la mission note une amélioration notable de ce ratio qui s'est établi à 103,9% en 2021. Cette amélioration est imputable au programme de restructuration dont a bénéficié la société, à travers un financement de 40 MTND réparti entre une injection de fonds propres de 15 MTND et un crédit à long terme de 25 MTND.

Evolution du ratio du fonds de roulement



La mission de Notation estime que sur la période d'étude, à savoir 2016-2021, SIDENOR a fait face à trois principaux faits qui ont conditionné sa situation bilancielle actuelle :

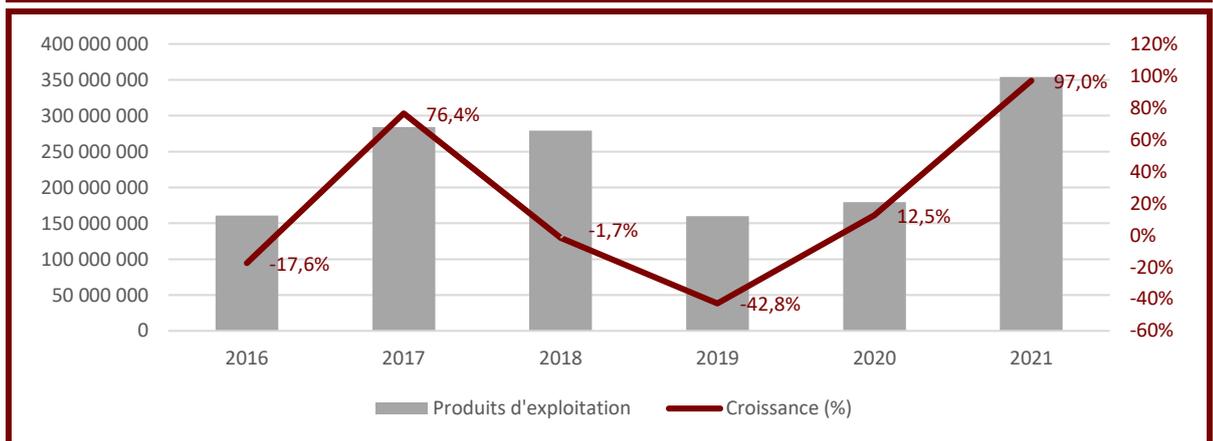
- Le contexte de taux défavorable, rendant inopérants les choix mis en œuvre par le management en termes d'achat de devise étrangère à terme durant l'année 2018, a induit à des ventes à des prix défavorables qui ont affecté les liquidités de la société.
- Les pertes cumulées en raison de la mise à niveau de l'usine et de la crise du Covid-19, durant les années 2019 et 2020, ont déteint sur les fonds propres du sidérurgiste.
- La mise en place du plan de restructuration, à travers l'injection de fonds, et la forte reprise de l'activité en 2021, ont permis de résorber les pertes cumulées et de doter la société d'un certain coussin financier.

THEME 5 – UN REDRESSEMENT NOTABLE DE LA RENTABILITE SUR LE DERNIER EXERCICE

La mission de Notation a constaté une tendance baissière des agrégats de rentabilité de SIDENOR sur la période 2017-2020, suivie d'une reprise marquée en 2021. En effet, ces indicateurs n'ont pas suivi le même rythme que le chiffre d'affaires qui a emprunté une trajectoire fluctuante sur la même période.

Le chiffre d'affaires de la société a enregistré une hausse remarquable de 76,4% en rythme annuel en 2017, pour entamer une baisse en 2018, une baisse accentuée par l'arrêt de production causé par la mise à niveau du four en 2019 (-1,7% et -42,8% respectivement en 2018 et 2019). Les résultats de cet investissement ont rapidement été visibles puisque le chiffre d'affaires du sidérurgiste est reparti à la hausse dès 2020 (+12,5% et +97% respectivement en 2020 et 2021 pour s'établir à 353,948 MTND, sur le dernier exercice), notamment grâce à l'augmentation de la capacité de production qui est passée de 800 tonnes/jour à plus de 1000 tonnes/jour, après la mise à niveau.

Evolution des produits d'exploitation

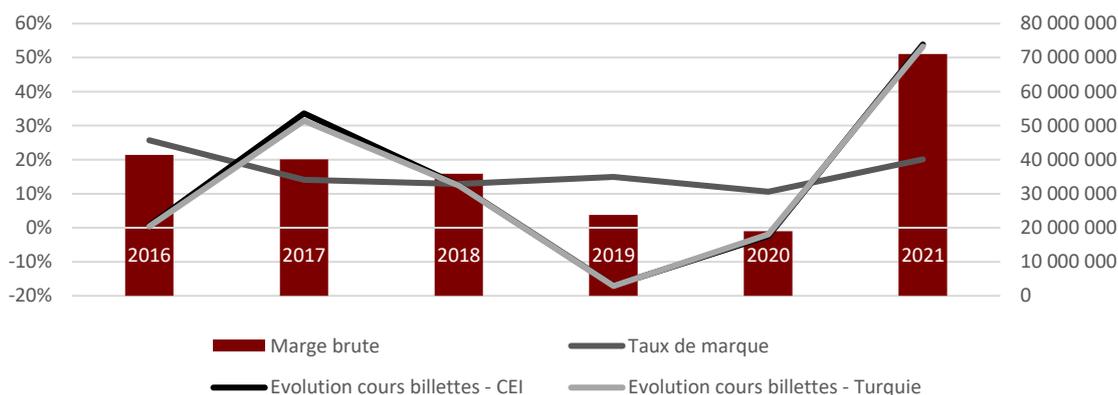


Du côté de la rentabilité, la baisse est principalement expliquée par des charges d'exploitation élevées, notamment à cause de la tendance globalement haussière des prix des matières premières, mais aussi par des charges financières importantes et en augmentation continue au vu de la situation d'endettement du sidérurgiste (cf. THEME 2).

En effet, la marge brute de SIDENOR, qui était à un niveau de 41,391 MTND en 2016 (correspondant à un taux de marque de 25,7%), a entamé sa dégradation à partir de 2017 pour atteindre un creux de 19,028 MTND en 2020. Cette baisse a été tirée par un coût de production en hausse sur la période 2017-2020 (une moyenne de 65,9% sur la même période, avec des achats consommés représentant 79,7% du chiffre d'affaires, en moyenne), notamment au vu de l'augmentation quasi-continue des prix des billettes, premier input pour la production du rond à béton et du fil machine. SIDENOR importe sa matière première principalement des pays de la CEI et de Turquie. Les cours des billettes en provenance de ces pays ont augmenté de 6% en moyenne sur la période 2017-2020. Cette hausse, couplée à la soumission du prix de vente du rond à béton à l'homologation du Ministère de Commerce sur le marché local et des augmentations qui ne suivent pas le rythme des cours des matières premières sur les marchés internationaux, n'a pas permis au sidérurgiste de dégager une rentabilité brute croissante sur la période 2017-2020. Sur l'exercice 2021, en dépit de la hausse de

plus de 50% des cours des billets, la marge brute de la société a plus que triplé, passant de 19,028 MTND en 2020 à 71,094 MTND en 2021, entraînant un taux de marque de l'ordre de 20,1% contre une moyenne de 13,1% sur la période 2017-2020. Cette reprise est le résultat de l'effet volume, suite à la mise à niveau du four et l'augmentation de sa capacité de production, avec un chiffre d'affaires qui a presque doublé (+97% en rythme annuel pour s'établir à 353,948 MTND).

Evolution de la rentabilité brute

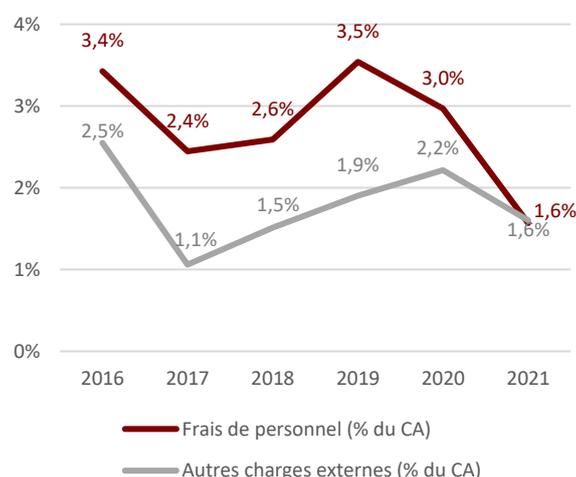


La marge d'EBITDA du sidérurgiste, à l'image de sa marge brute, a été en déclin sur la période 2017-2020, passant de 31,767 MTND en 2016 à 9,711 MTND en 2020, soit un taux de marge d'EBITDA passant de 19,7% en 2016 à 5,4% en 2020. Ces niveaux, proches de ceux de la marge brute, sont justifiés par une maîtrise aussi bien des charges externes que celles de personnel (une croissance moyenne de respectivement 4,1% et 0,6% sur la période 2017-2020) qui représentent respectivement 1,7% et 2,9% du chiffre d'affaires sur la même période. La reprise témoignée par la marge d'EBITDA en 2021 (à un niveau de 59,864 MTND, soit un taux de marge de 16,9%), revient également, en plus de l'effet volume, à la maîtrise des charges externes et de personnel qui représentent désormais 1,6% du chiffres d'affaires.

Evolution de la marge d'EBITDA

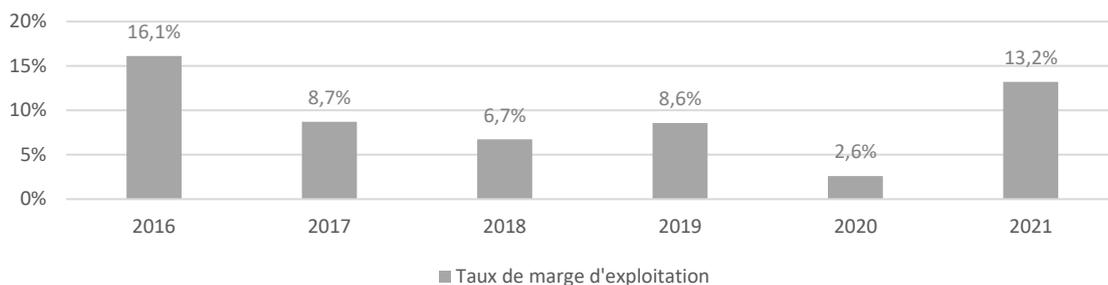


Gestion des charges externes et de personnel



Par ailleurs, la mission a noté une reprise de la rentabilité d'exploitation sur l'exercice 2021, avec une marge d'exploitation qui n'a cessé de se dégrader sur la période 2017-2020 (passant de 8,7% à 2,6%) pour reprendre une trajectoire haussière en 2021, en s'établissant à 13,2%, ce qui traduit une capacité de plus en plus satisfaisante de la société à générer des profits à partir de ses propres activités, sans tenir compte de ses revenus financiers et exceptionnels.

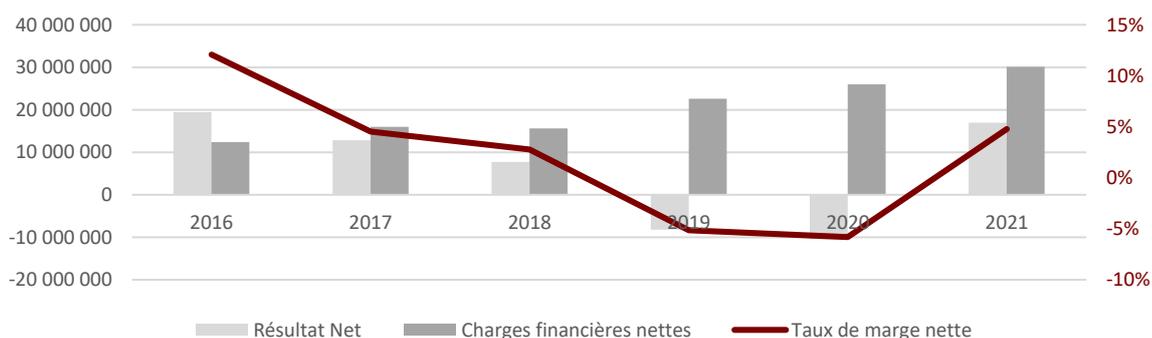
Evolution de la Rentabilité d'Exploitation



Le bottom-line a également suivi une tendance baissière sur la période 2017-2020, notamment à cause de charges financières en augmentation continue (+21,5% annuellement, en moyenne), représentant 10% du chiffre d'affaires, en moyenne, sur la même période. SIDENOR pâtit de frais financiers importants au vu de son activité fortement capitalistique. Le sidérurgiste subit également des pertes de change considérables étant donné la dégradation du TND par rapport aux monnaies étrangères (notamment € et US\$), puisque sa matière première est entièrement importée d'Europe. Le Résultat Net de SIDENOR est, donc, passé de 19,451 MTND en 2016 à -10,446 MTND en 2020.

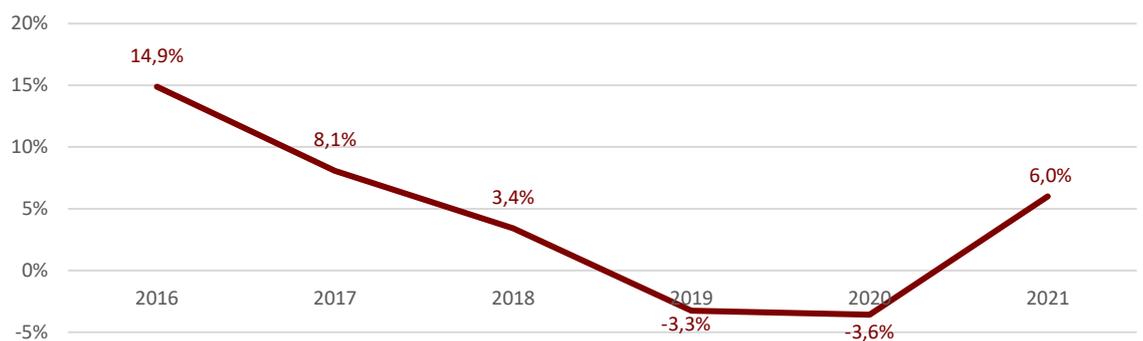
En 2021, le volume d'affaires et la rentabilité brute de la société ont augmenté plus proportionnellement que les charges financières qui se sont accrues de 16%, représentant désormais 8,5% du chiffre d'affaires (contre 14,5% une année auparavant). De ce fait, le Résultat Net de la société s'est nettement redressé, se situant à 16,935 MTND, correspondant à un taux de marge nette de 4,8% contre une moyenne de -0,9% sur la période 2017-2020, indiquant que SIDENOR jouit d'une rentabilité globale appréciable et contrôle de mieux en mieux ses différentes charges, mais aussi ses volumes de vente. Ce niveau de rentabilité nette se rapproche des plus hauts niveaux historiques du sidérurgiste.

Evolution de la rentabilité nette



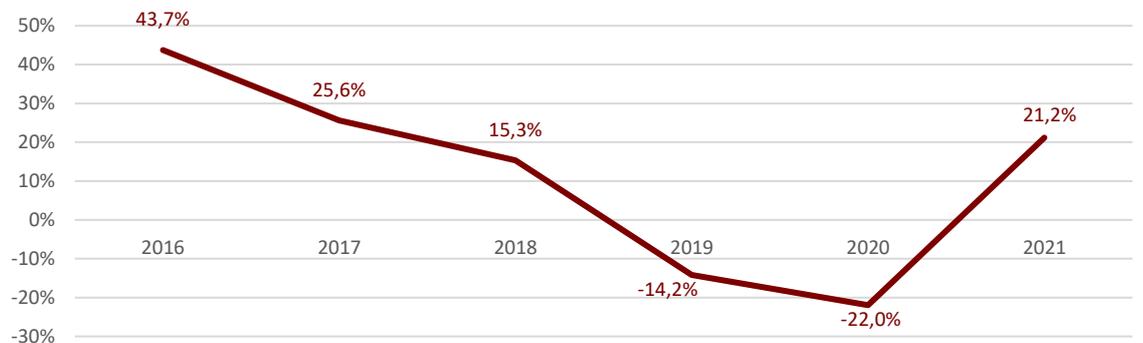
La mission de Notation a constaté que SIDENOR présente une maîtrise acceptable de la rentabilité de ses actifs sur le dernier exercice, avec un ROA s'établissant à 6%, après une tendance baissière de ce ratio sur la période 2017-2020, notamment à cause d'une rentabilité en déclin. Ce niveau de ROA (2021) témoigne d'une bonne capacité à créer du profit à partir de la base d'actifs de la société sur le dernier exercice.

Evolution du ratio de rentabilité des actifs



De même, la société affiche une rentabilité des capitaux propres satisfaisante en 2021, avec un ROE de 21,2%, et ce, grâce à une amélioration nette de la rentabilité de la société mais aussi à une augmentation de capital opérée pendant le même exercice.

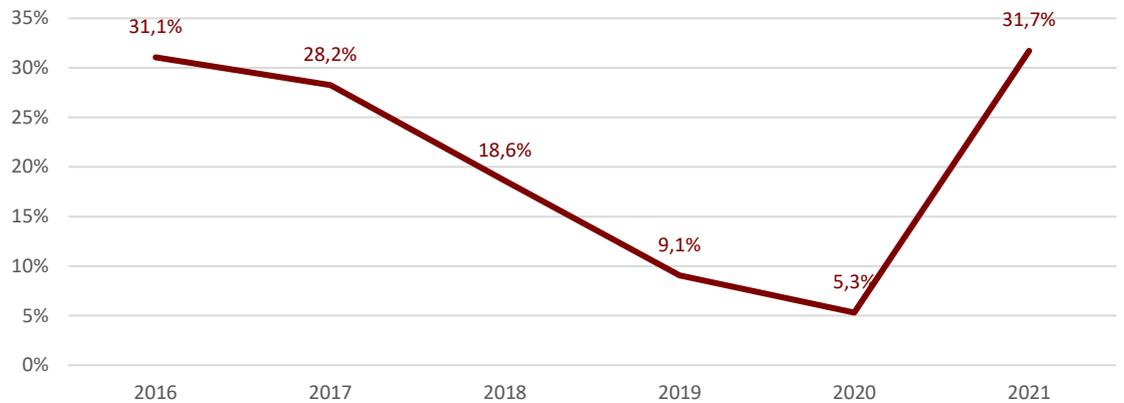
Evolution du ratio de rentabilité des fonds propres



Par ailleurs, le sidérurgiste affiche un ratio de rendement brut des immobilisations de l'ordre de 31,7% en 2021, un niveau satisfaisant, comparable à celui de 2016, avant la période de dégradation de sa rentabilité. Cela reflète une génération d'EBITDA satisfaisante, comparativement à la base d'actifs immobilisés de la société, qui sont plus rentables malgré l'investissement de 2019.



Evolution du ratio de rendement brut des immobilisations



SIDENOR a enregistré un ratio de productivité financière brute (mesuré par le rapport entre la marge brute et la consommation intermédiaire) fluctuant sur la période 2017-2021, et ce, au vu de la fluctuation des prix des matières premières. Il y a lieu de souligner une nette amélioration de ce ratio en 2021 (24,2% contre 11,1% une année auparavant), puisque le redressement de la marge brute a été plus important que la hausse de la consommation intermédiaire, traduisant une couverture plus confortable des charges de production par la rentabilité brute de la société.

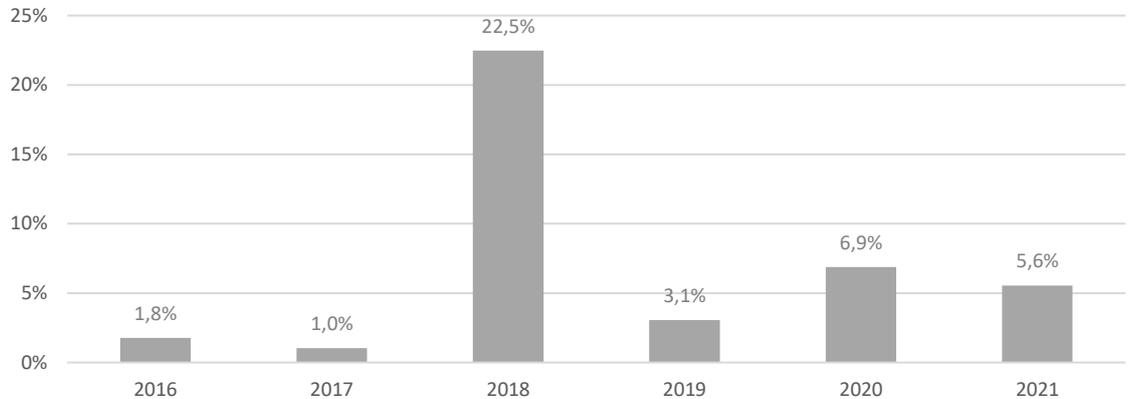
Productivité financière brute



Par ailleurs, le ratio de rotation du stock (produits finis et produits semi-finis) s'établit à une moyenne de 5,2% sur la période 2019-2021, un niveau faible vu la situation de l'industrie sidérurgique sur le marché local : une demande nettement plus importante que l'offre.

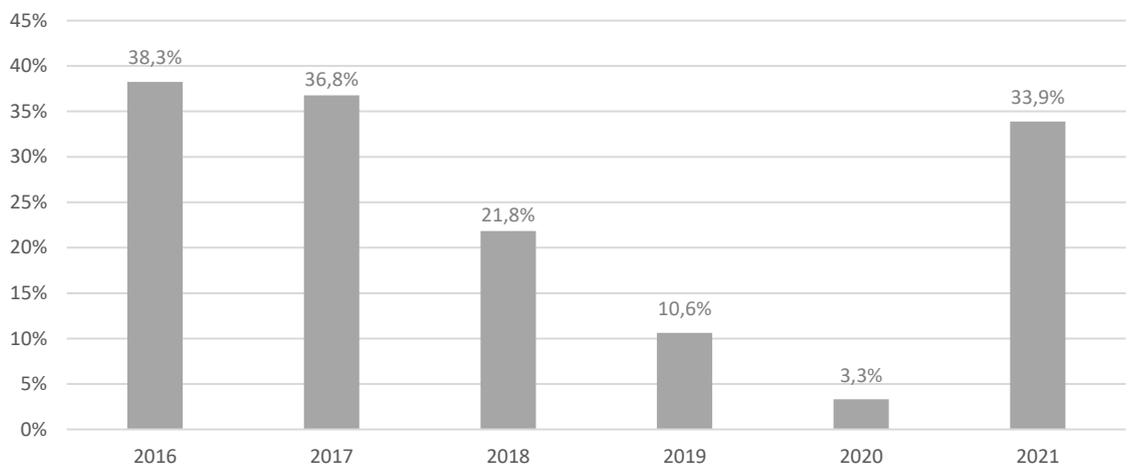


Ratio de rotation du stock



Par ailleurs, la société bénéficie d'un retour sur investissement satisfaisant sur le dernier exercice, se situant à 33,9%, notamment au vu d'une rentabilité qui s'est nettement améliorée après une période 2017-2020 caractérisée par une dégradation continue des bénéfices du sidérurgiste.

Retour sur investissement



La rentabilité de SIDENOR est conditionnée par deux facteurs majeurs : les prix des matières premières et les charges financières engendrées par une activité fortement capitalistique, mais aussi par une sous-capitalisation historique. Toutefois, la récente augmentation de capital (+15 MTND en 2021) et la mise à niveau du four qui a entraîné une amélioration nette des volumes de production et de ventes ainsi que des marges et de la rentabilité, augurent des perspectives positives sur les prochains exercices.

▪ THEME 6 – UNE VOLONTE DE REORGANISATION QUI RISQUE DE METTRE A L'EPREUVE LA SOLIDITE DE LA SOCIETE

Le management de SIDENOR a amorcé, en mai 2021, une refonte de son organisation ainsi que des fiches de fonctions afin d'être en adéquation avec les modules du système d'information nouvellement intégré. Ces changements, traduits par la mise en place d'un nouvel organigramme (en cours de finalisation), permettront une affectation claire et précise des tâches de chaque poste au sein de la société. Cette initiative de réorganisation vient aussi combler des postes vacants, notamment celui du contrôleur de gestion, occupé actuellement par intérim par le responsable financier.

En outre, d'autres changements sont à préparer, en l'occurrence, pour ne pas subir de vacances, au poste de directeur d'usine, qui pourrait décider de prendre sa retraite. Une tâche qui semble délicate puisque ce dernier est en poste depuis la création de SIDENOR et qu'il représente l'un des piliers de la société. La mission de Notation note un manque de visibilité quant à la stratégie de formation ou de préparation d'une passation, pour assurer une éventuelle relève. Un départ non-préparé pourrait poser des problématiques sur la production et, plus globalement, sur le développement de la société au regard de l'importance du directeur de l'usine dans le dispositif actuel.

En ce qui concerne la communication entre l'usine et le siège social, des rapports sont envoyés quotidiennement, depuis l'usine, présentant un état journalier en termes de production réalisée, de stock disponible, etc. Ensuite, le système COSWIN, logiciel de gestion et de maintenance, permet une diffusion de l'information entre les services d'achat, de vente et, finalement, par la direction de l'usine qui approuve les commandes.

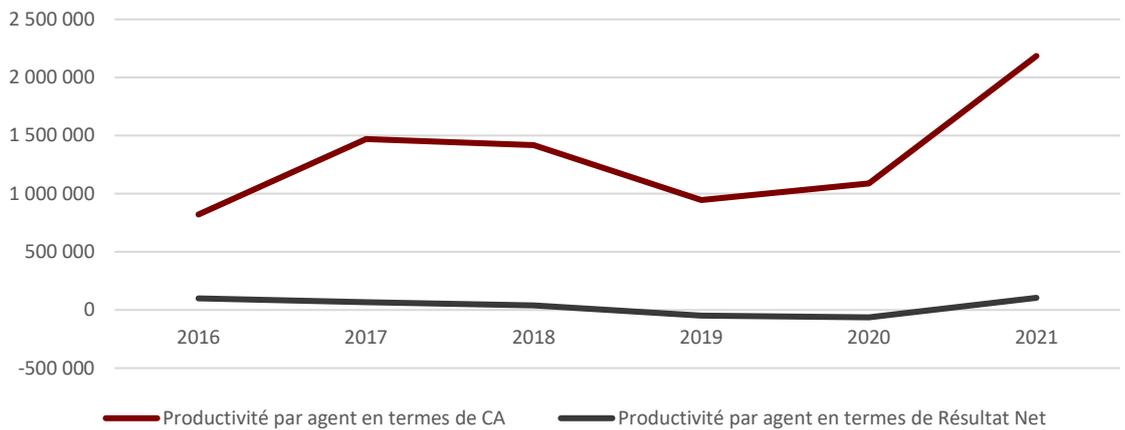
La mission note une efficacité en termes de veille stratégique et de capacité de conduite du changement afin d'optimiser la production, d'une part, et de répondre aux exigences du marché, d'autre part. Ainsi, en 2019, une mise à niveau de l'outil industriel a été effectuée. Cela a consisté, principalement, en l'installation d'un nouveau four de 12 mètres, remplaçant celui de 6 mètres, ce qui a permis d'augmenter la production journalière, qui est passé de 800 tonnes à 1250 tonnes. Au-delà du gain en termes de coût de production, cet investissement offre une profondeur de gamme, permettant de mieux répondre aux besoins des clients.

Du côté du personnel, et plus précisément, au niveau de l'usine, puisque la plus grande partie de l'effectif y est présente (90% de l'effectif total), la mission juge efficaces, les stratégies mises en place par le directeur de l'usine pour la gestion des ressources humaines et de la productivité. Concernant le volet recrutement, la stratégie est de recruter des techniciens et des ingénieurs et de les former au sein de l'usine. En effet, lors de la mise à niveau et l'acquisition des nouveaux équipements, chaque employé est impliqué, de bout en bout, dans la mise en place et l'installation, sous la supervision du fournisseur d'équipements. Cela permet une maîtrise de la technicité de l'unité industrielle et lui donne, ainsi, la capacité de la réparer lui-même en cas de défaillance mineure.

Par ailleurs, la mission note, sur la période d'analyse, une performance marquée de la productivité par agent en termes de chiffre d'affaires. Ainsi, cette dernière est passée de 0,821 MTND en 2016 à 2,18 MTND en 2021, notamment au vu du développement considérable de l'activité sur le dernier exercice.

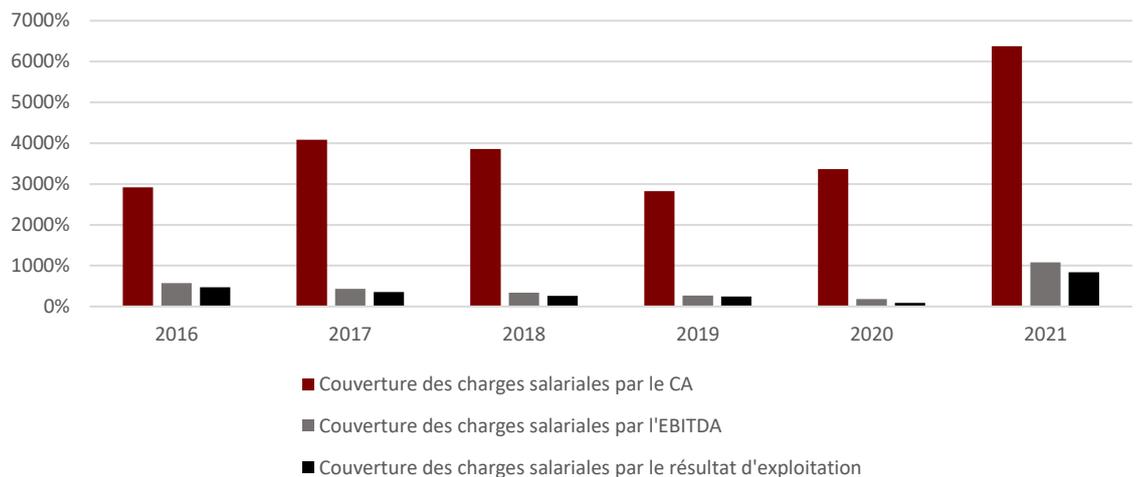
Cependant, la productivité en termes de Résultat Net n'a pas connu le même constat, passant de 0,09 MTND en 2016 à 0,1 MTND en 2021. Cela est dû à la baisse de la rentabilité de la société par rapport à 2016 (en dépit de sa reprise, comparativement à la période 2017-2020).

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



La mission juge que la capacité de SIDENOR 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 en charges de personnel, contrairement aux coûts d'achat des matières premières.

Taux de couverture des charges salariales par l'activité



La mission a noté plusieurs changements à planifier, notamment en termes de management et d'organisation, représentent un tournant qui conditionnera la pérennité de SIDENOR. Tout d'abord, la mise en place d'un nouveau système d'information, qui prendra en charge toutes les activités de la société, est un projet qui, en plus d'améliorer le volet organisationnel, permettra une économie en termes de coûts ainsi qu'une efficacité dans les opérations d'approvisionnement. Ensuite, un

défi de premier ordre se présente au sidérurgiste, concernant la stratégie à adopter pour l'éventuelle relève du directeur de l'usine, une tâche délicate dans la mesure où ce dernier est en poste depuis la création de la société. Cette réorganisation à prévoir au niveau du management présente un véritable enjeu pour SIDENOR, au regard du contexte économique actuel.



FACTEURS DE NOTATION – SIDENOR

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



PERSPECTIVE ET ÉVOLUTION DES PARAMÈTRES DE NOTATION

NOTATION	PERSPECTIVE
BBB+ (Tun)	Positive

PARAMÈTRES D'AMÉLIORATION DE LA NOTE	PARAMÈTRES DE DÉGRADATION DE LA NOTE
Mise en place effective de la nouvelle organisation	Situation du secteur de la construction
Assouplissement du cadre réglementaire	Motivation et abnégation du capital humain
Stabilisation de la performance	Maîtrise de l'outil industriel
Autonomie financière	Maîtrise des coûts d'approvisionnement
Situation macroéconomique	Notation souveraine

FACTEURS D'AMÉLIORATION
Organisation de la force de vente
Modélisation et planification stratégique
Consolidation de l'information et de la veille
Développement de l'activité export



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



DIAGNOSTIC

SIDENOR

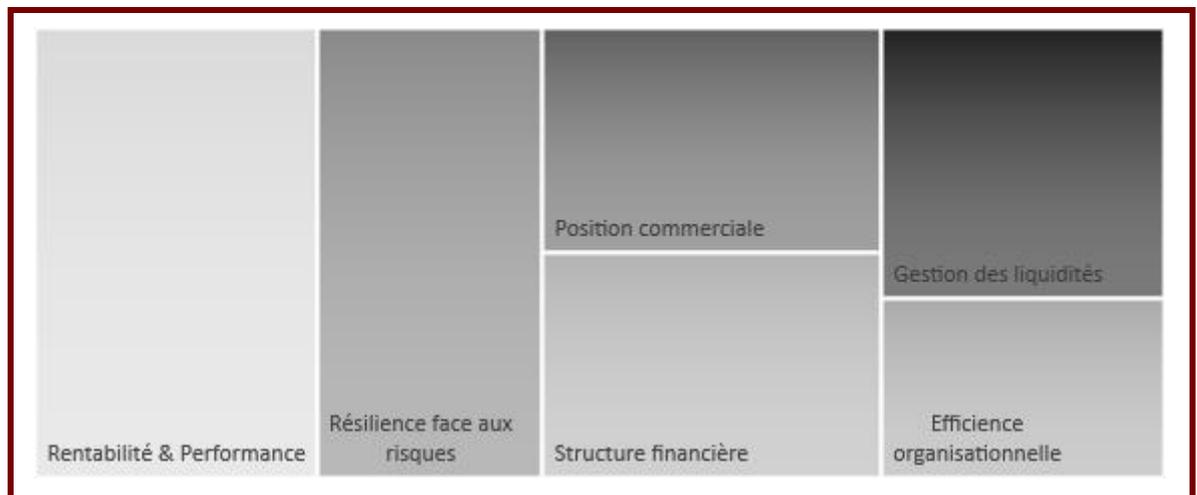
Axe : A1 – Profil idiosyncratique

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	BBB
	Résilience face aux risques	A-
	Gestion des liquidités	BBB
BBB+	Rentabilité et performance	A-
	Efficience managériale	BBB+

Composition de l'axe





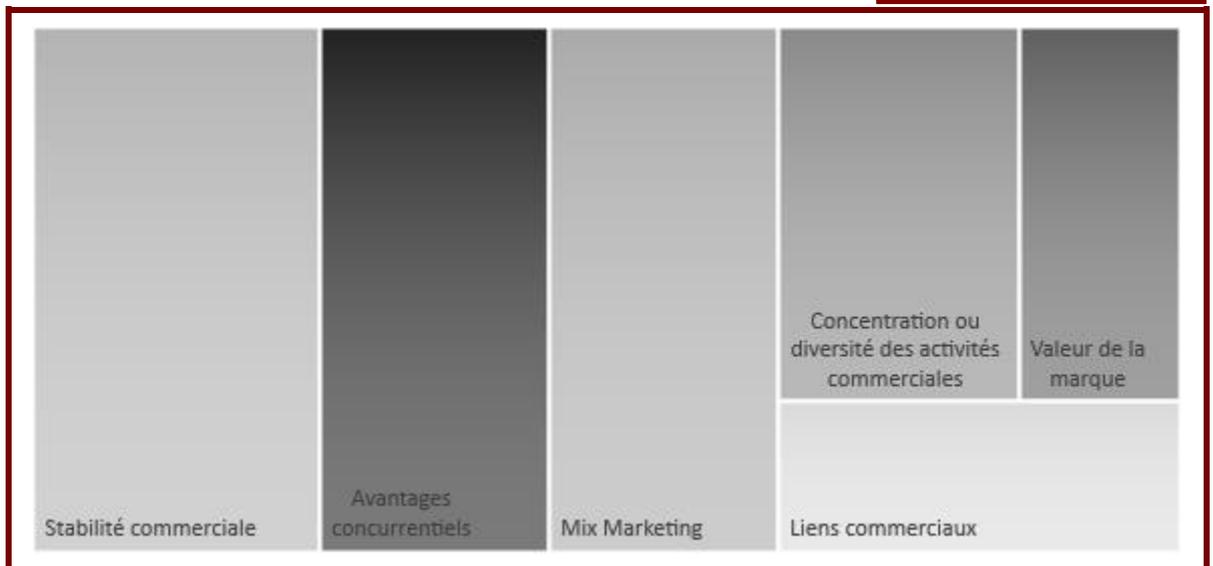
Thème : A1.T01 – Position commerciale

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	BBB
A-	Mix Marketing	A-

Composition du thème

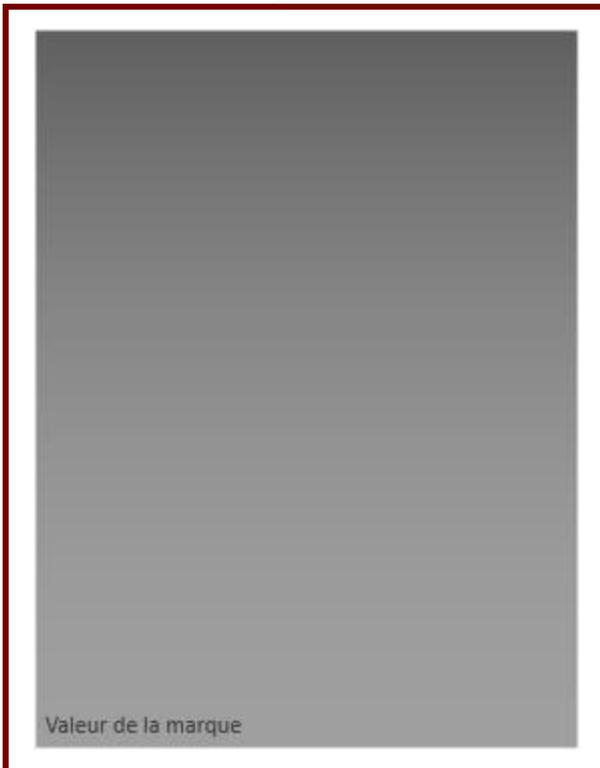


Sous thème : A1.T01.ST01 – Valeur de la marque

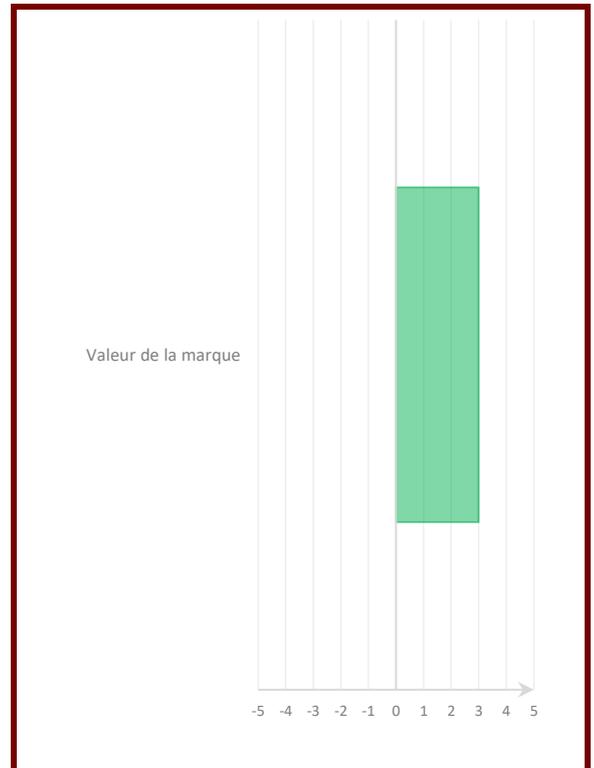
Matrice générale du sous thème

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+
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

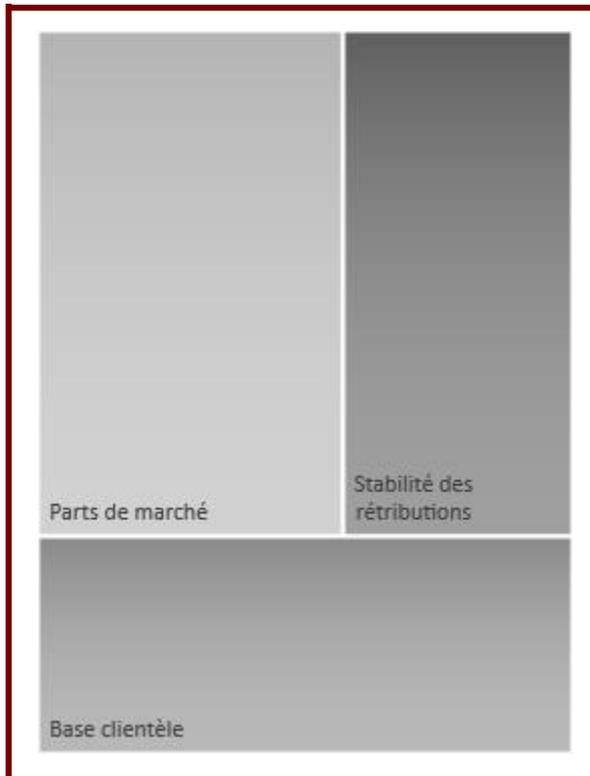


Sous thème : A1.T01.ST02 – Stabilité commerciale

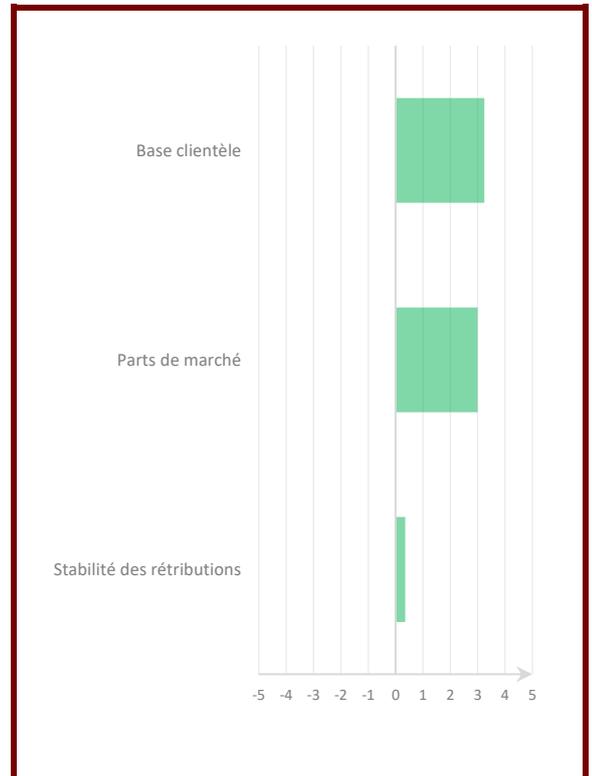
Matrice générale du sous thème

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

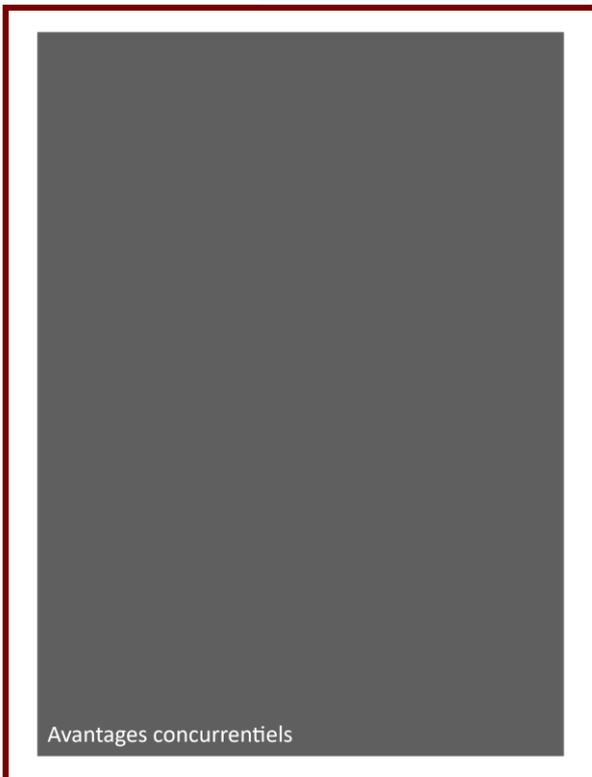


Sous thème : A1.T01.ST04 – Avantages concurrentiels

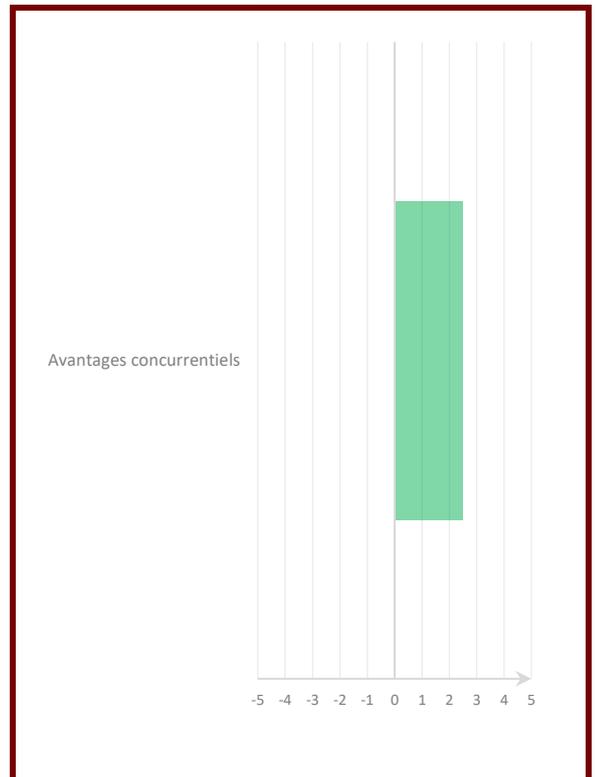
Matrice générale du sous thème

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

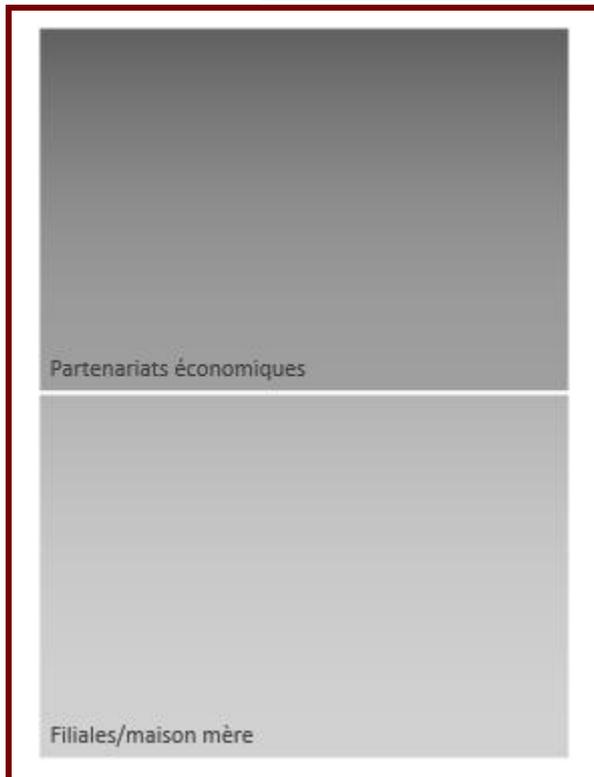


Sous thème : A1.T01.ST05 – Liens commerciaux

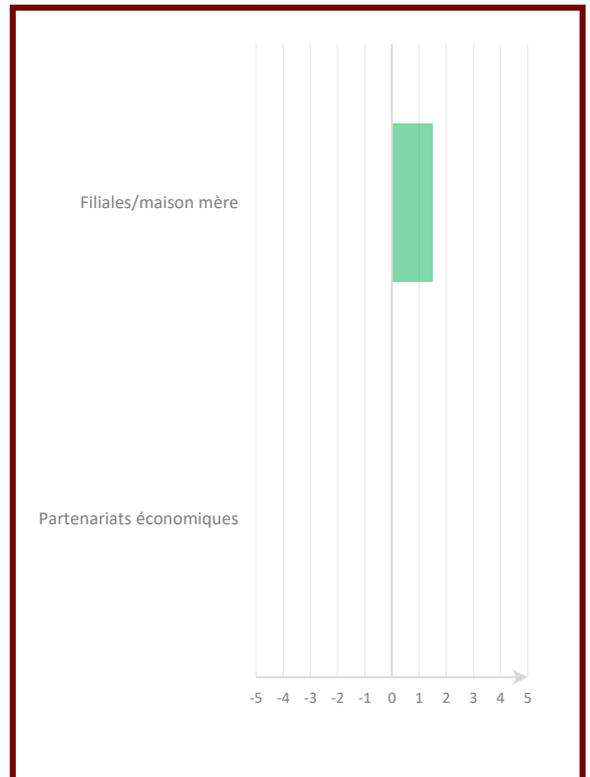
Matrice générale du sous thème

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

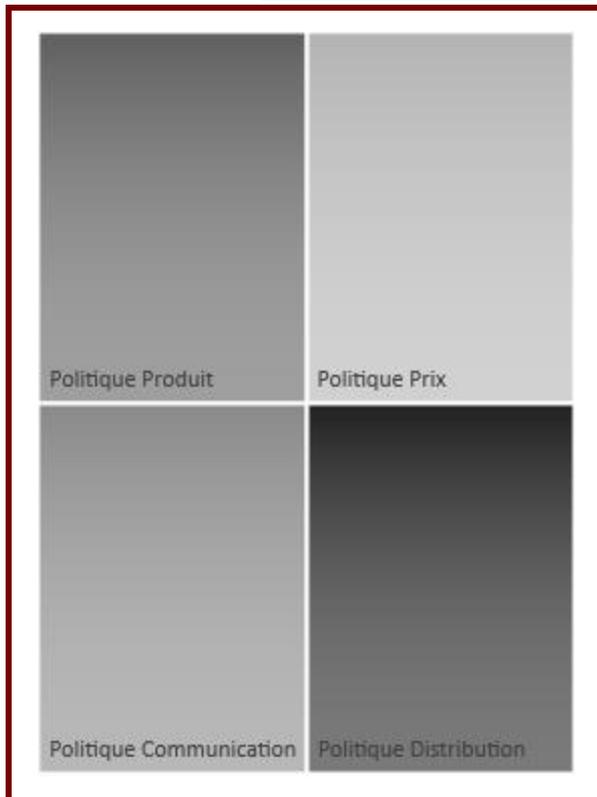


Sous thème : A1.T01.ST06 – Mix Marketing

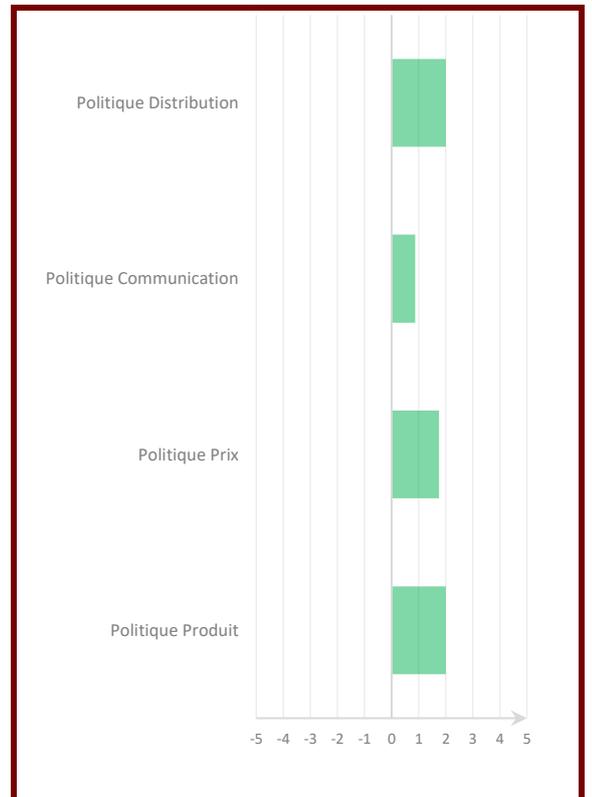
Matrice générale du sous thème

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





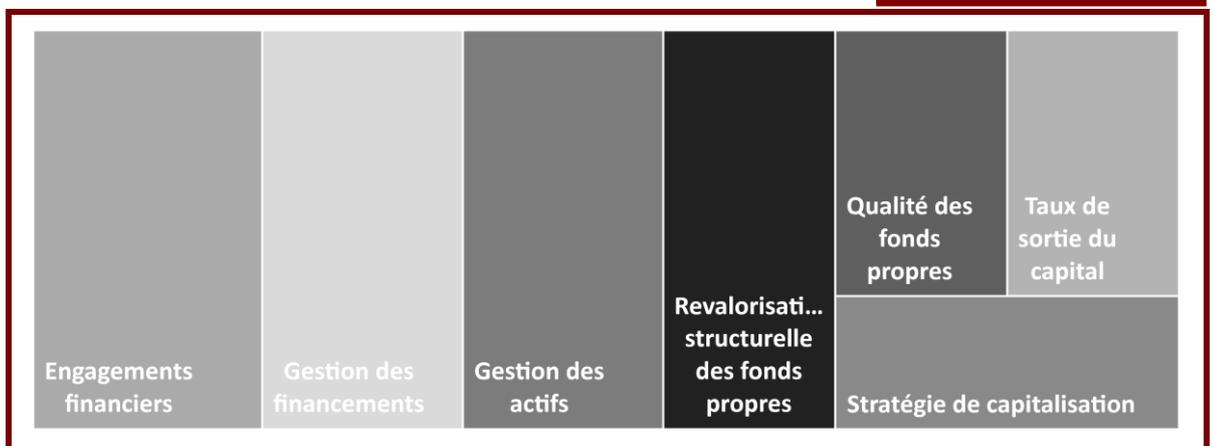
Thème : A1.T02 – Structure financière

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	BBB+
	Taux de sortie du capital	BB
	Stratégie de capitalisation	A-
	Revalorisation structurelle des fonds propres	BBB+
	Gestion des financements	BBB-
	Engagements financiers	BBB-
BBB	Valeur des actifs	A

Composition du thème





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

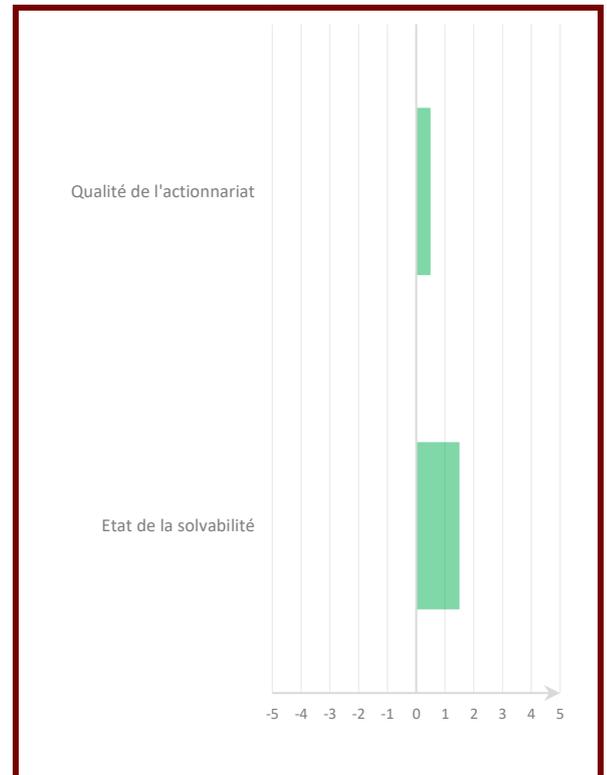
Matrice générale du sous thème

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

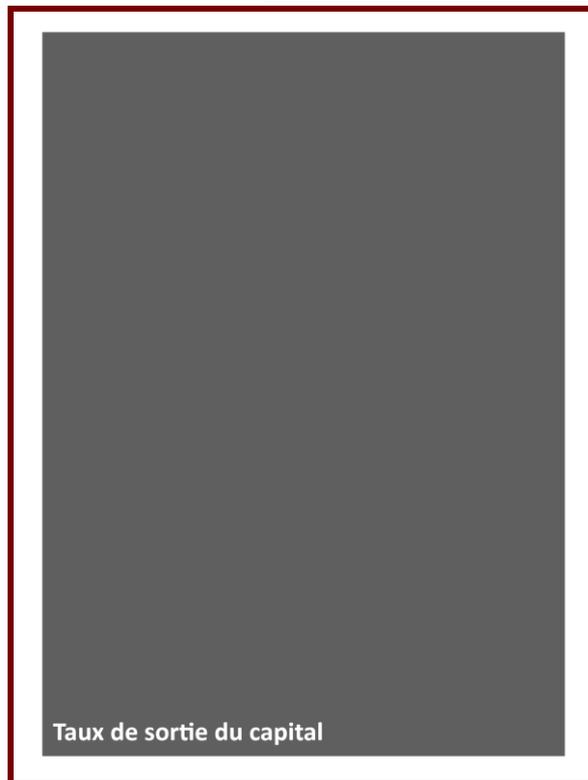


Sous thème : A1.T02.ST02 – Taux de sortie du capital

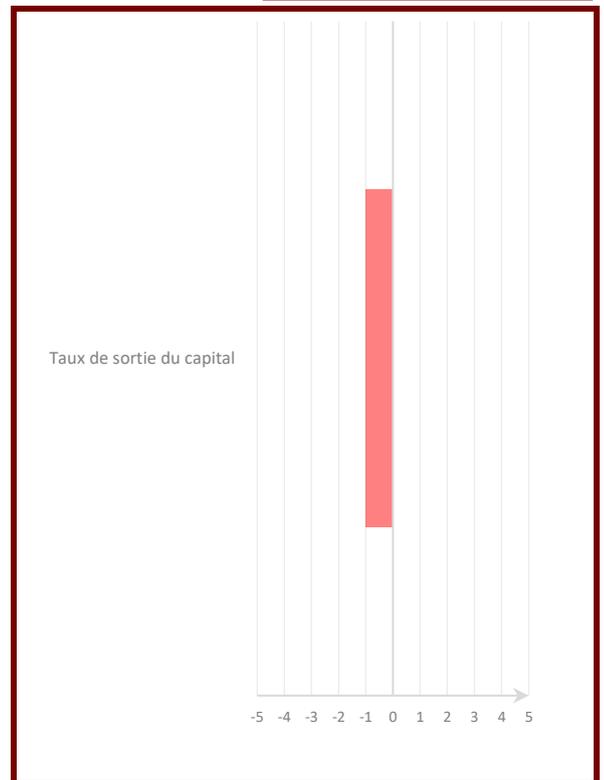
Matrice générale du sous thème

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

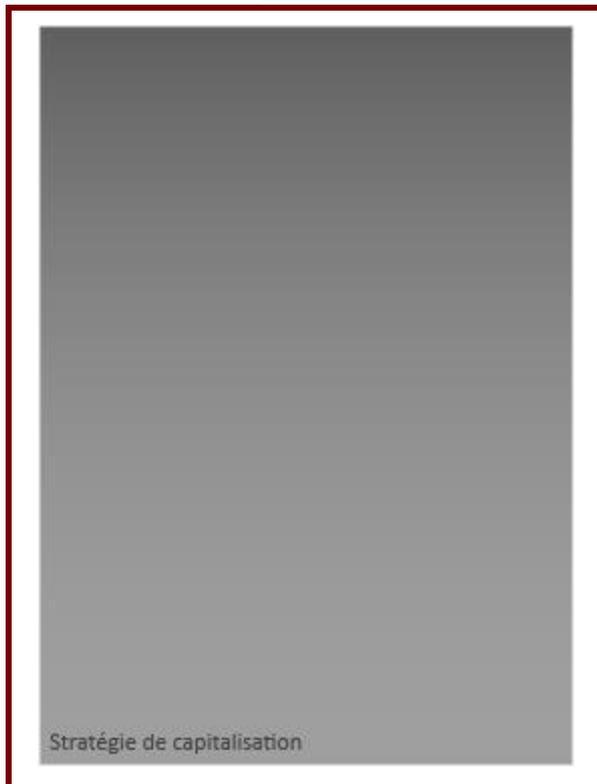


Sous thème : A1.T02.ST03 – Stratégie de capitalisation

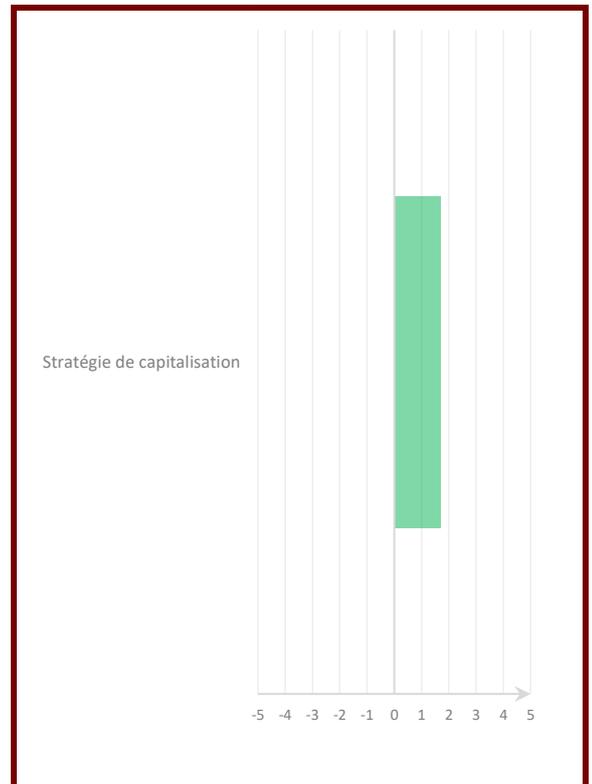
Matrice générale du sous thème

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

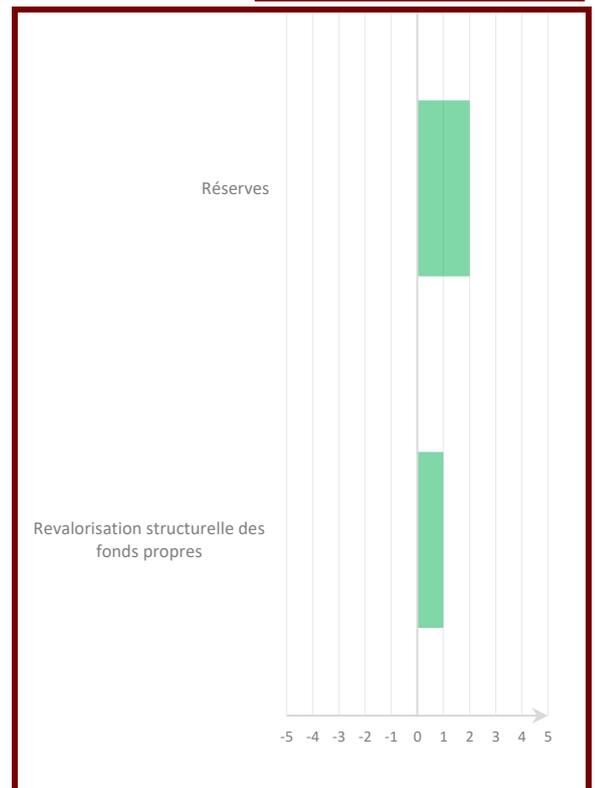
Matrice générale du sous thème

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



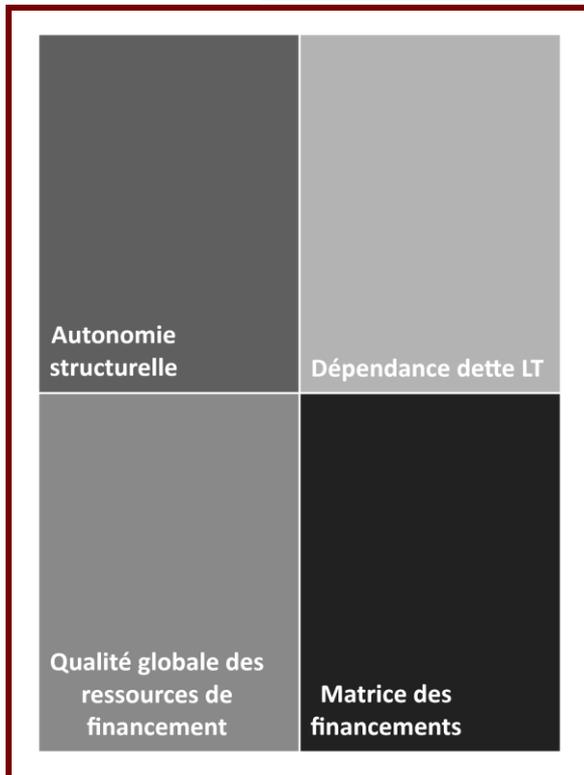


Sous thème : A1.T02.ST05 – Gestion des financements

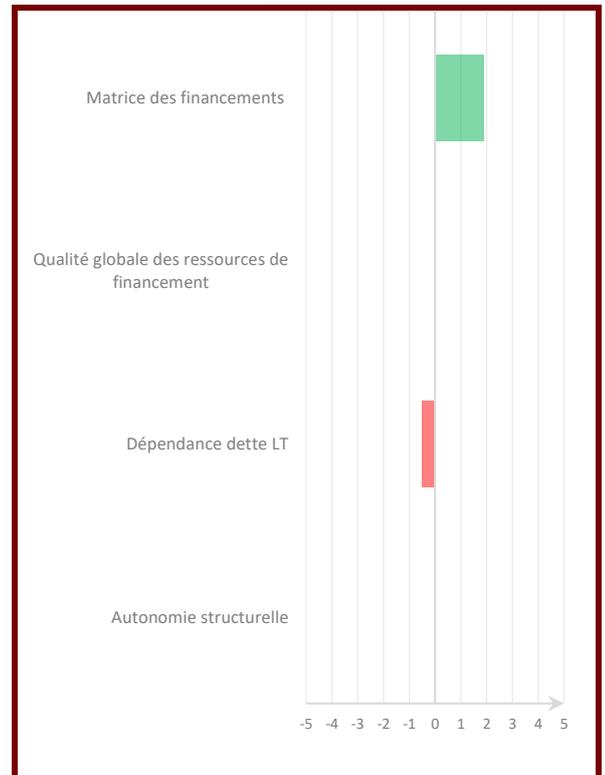
Matrice générale du sous thème

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

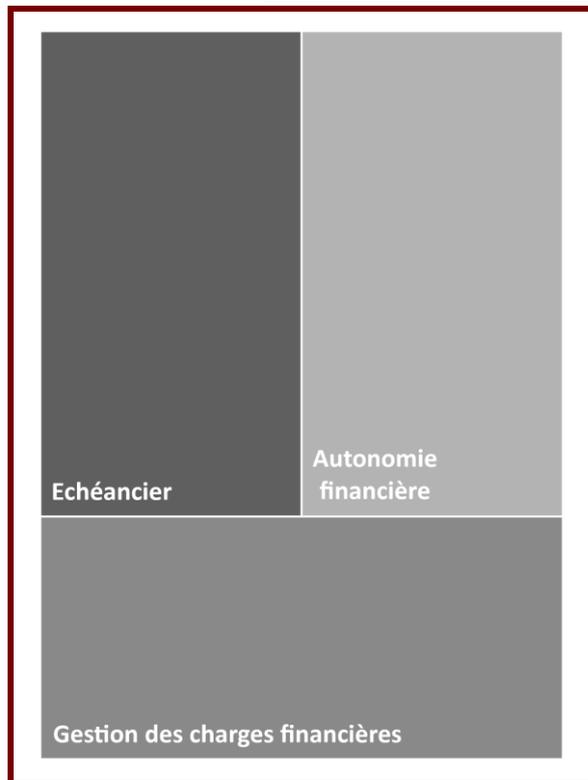


Sous thème : A1.T02.ST06 – Engagements financiers

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

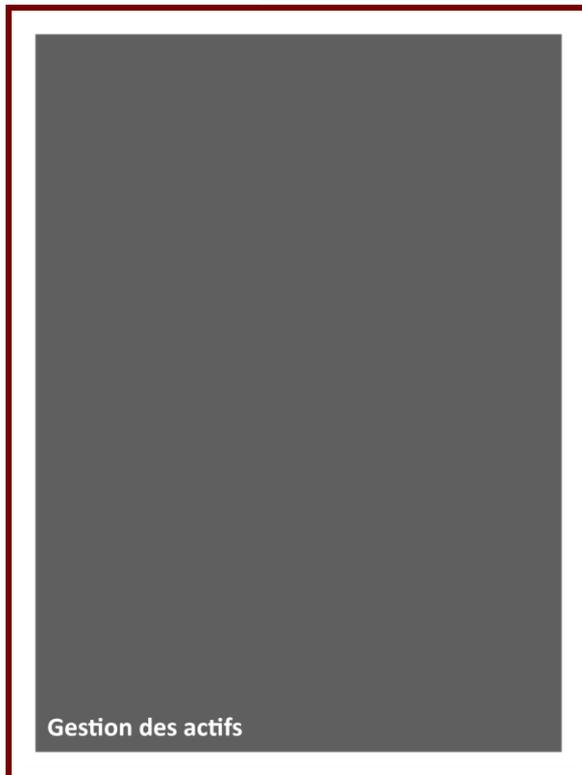


Sous thème : A1.T02.ST07 – Gestion des actifs

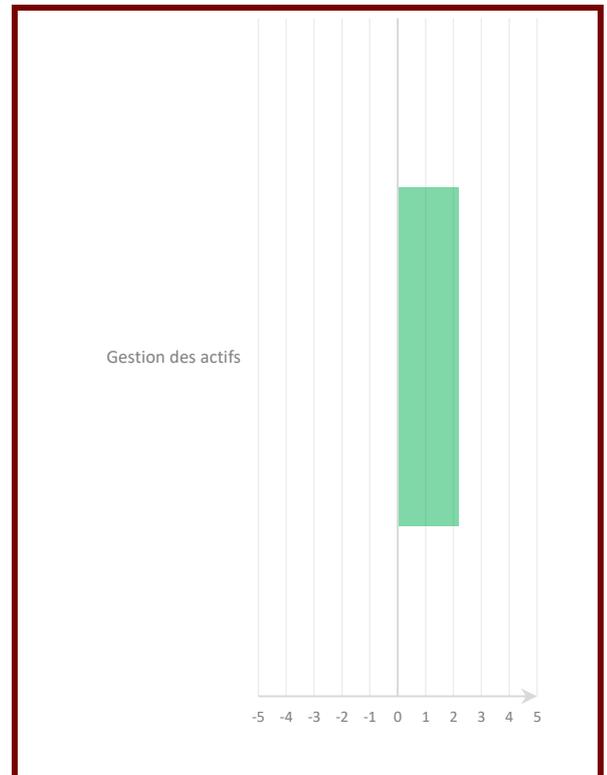
Matrice générale du sous thème

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





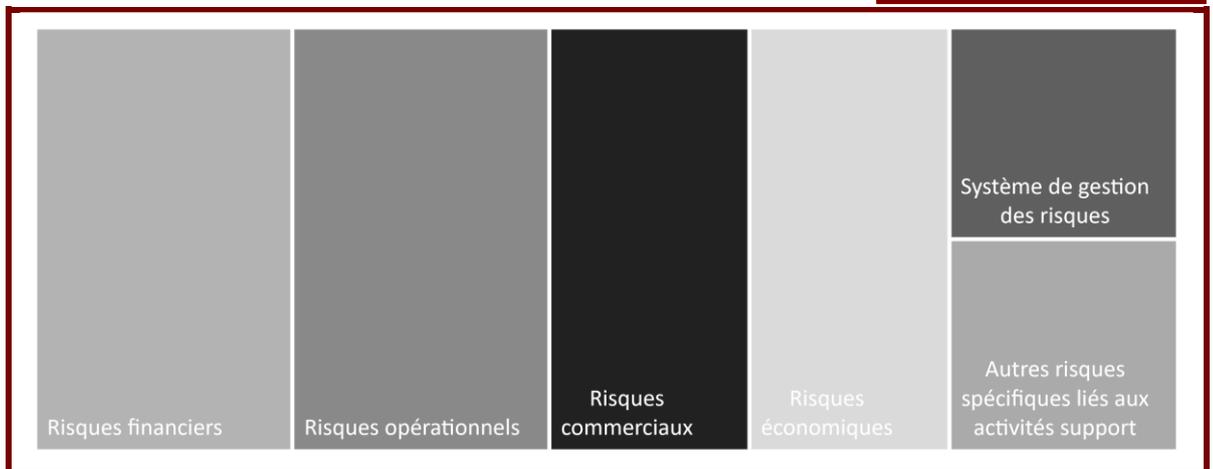
Thème : A1.T03 – Résilience face aux risques

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	AAA
	Risques économiques	BBB+
A-	Autres risques spécifiques liés aux activités support	A-

Composition du thème



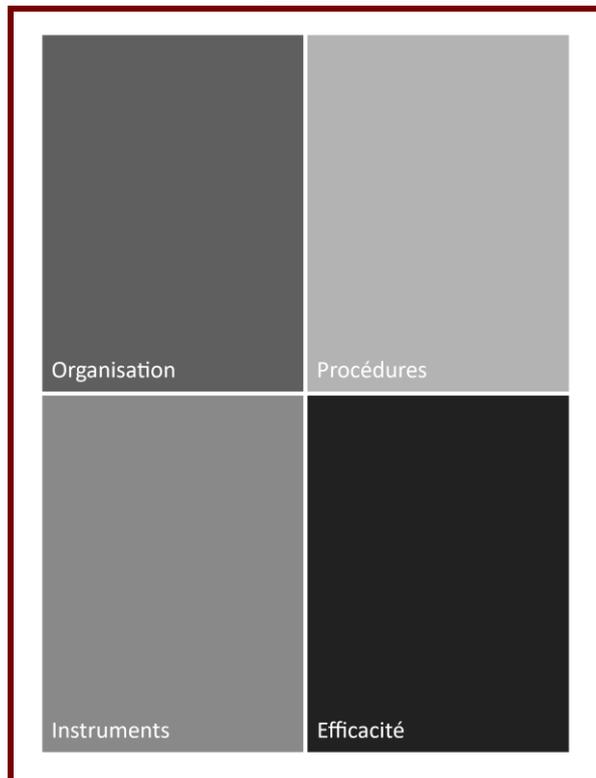


Sous thème : A1.T03.ST01 – Système de gestion des risques

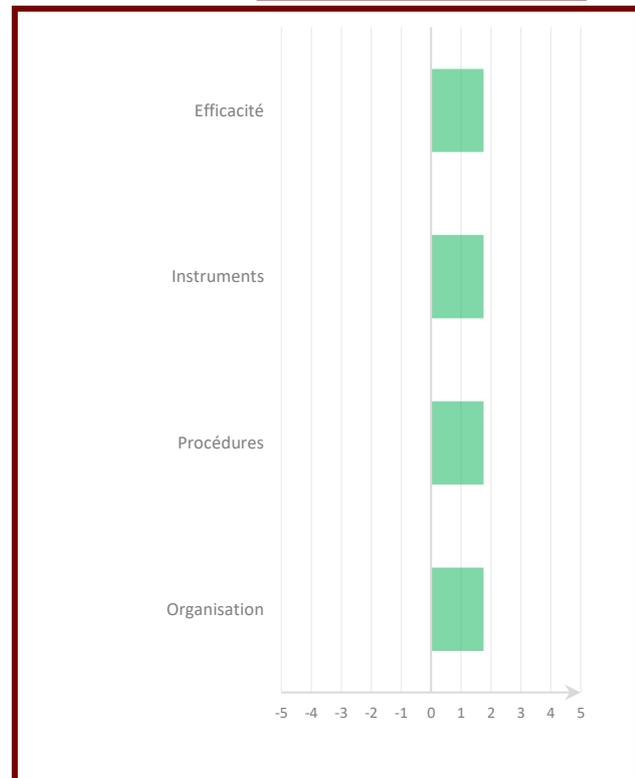
Matrice générale du sous thème

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

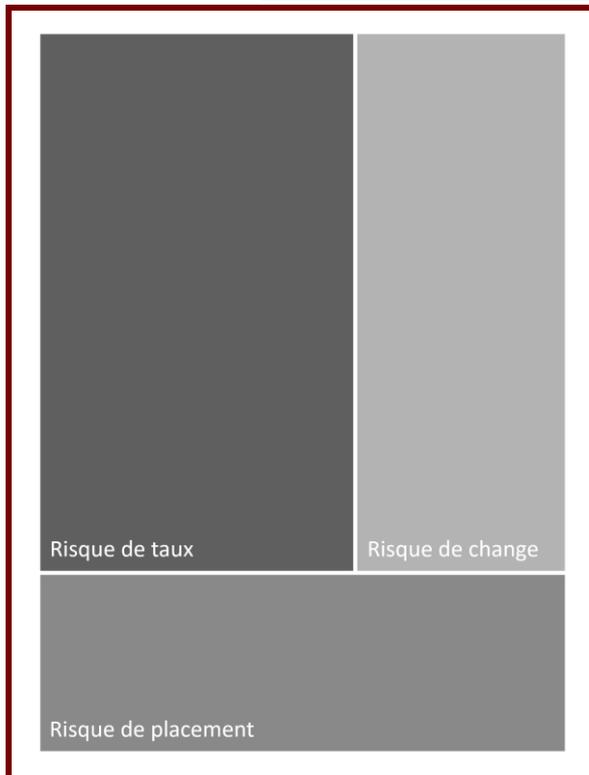


Sous thème : A1.T03.ST02 – Risques financiers

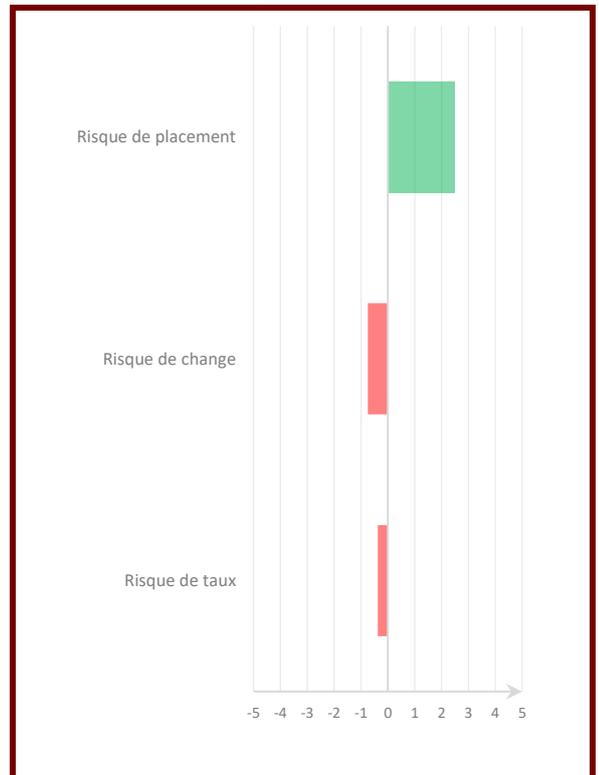
Matrice générale du sous thème

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

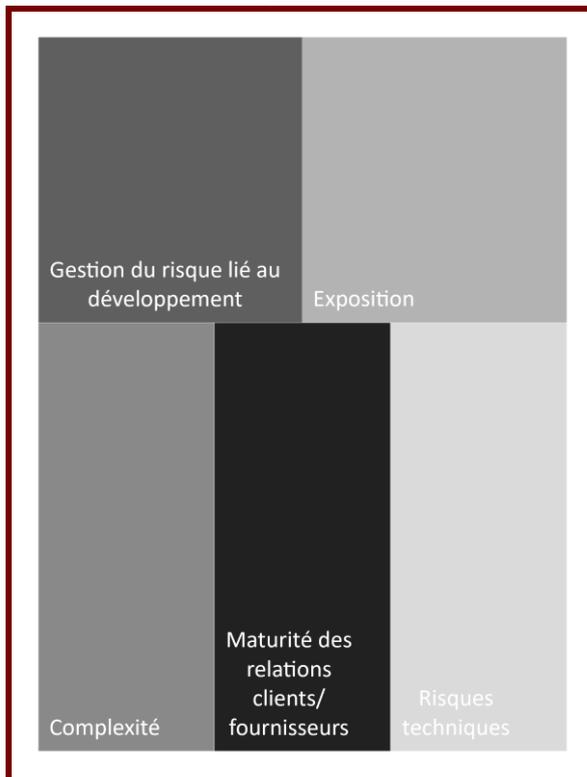


Sous thème : A1.T03.ST03 – Risques opérationnels

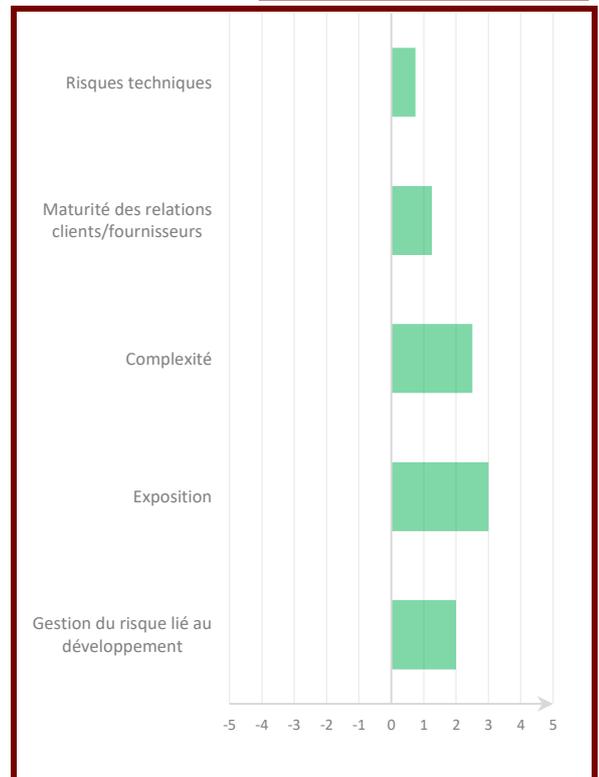
Matrice générale du sous thème

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



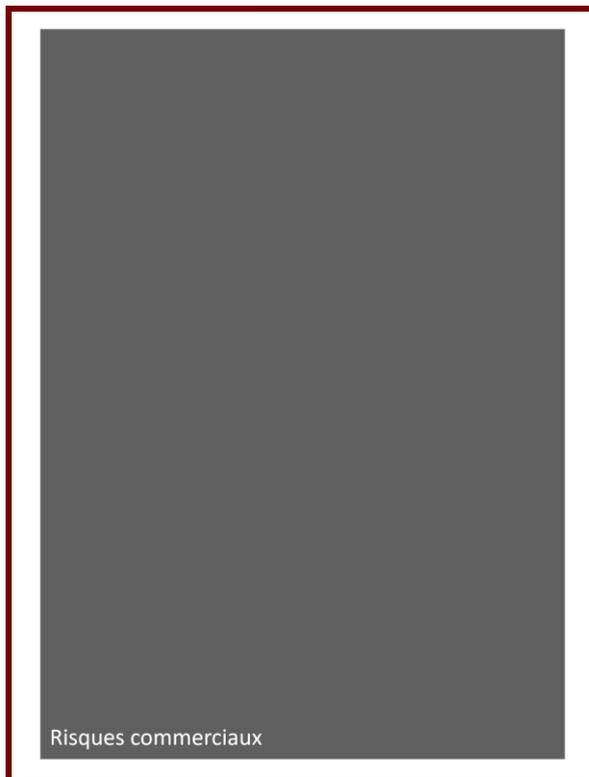


Sous thème : A1.T03.ST04 – Risques commerciaux

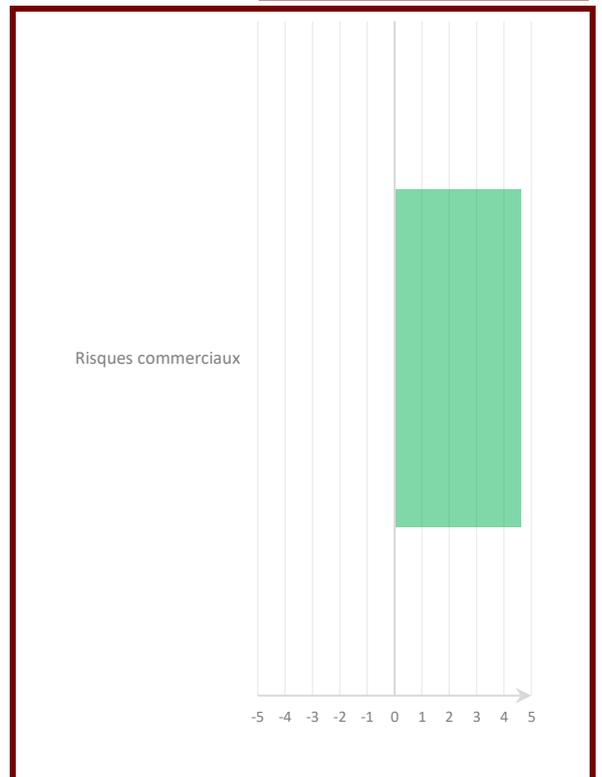
Matrice générale du sous thème

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

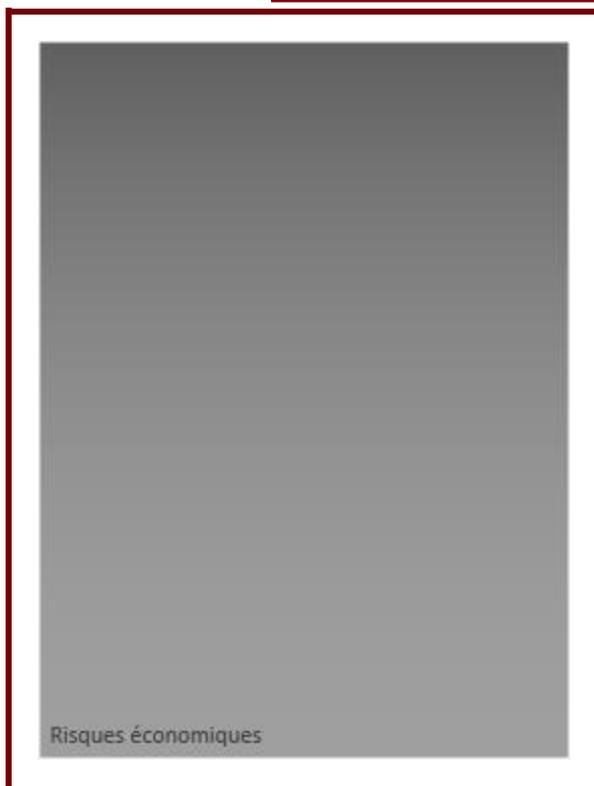


Sous thème : A1.T03.ST05 – Risques économiques

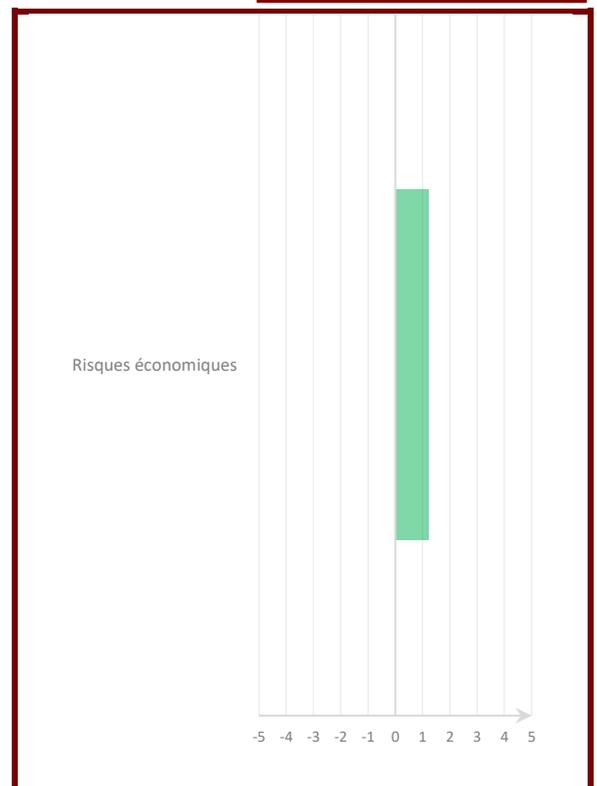
Matrice générale du sous thème

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

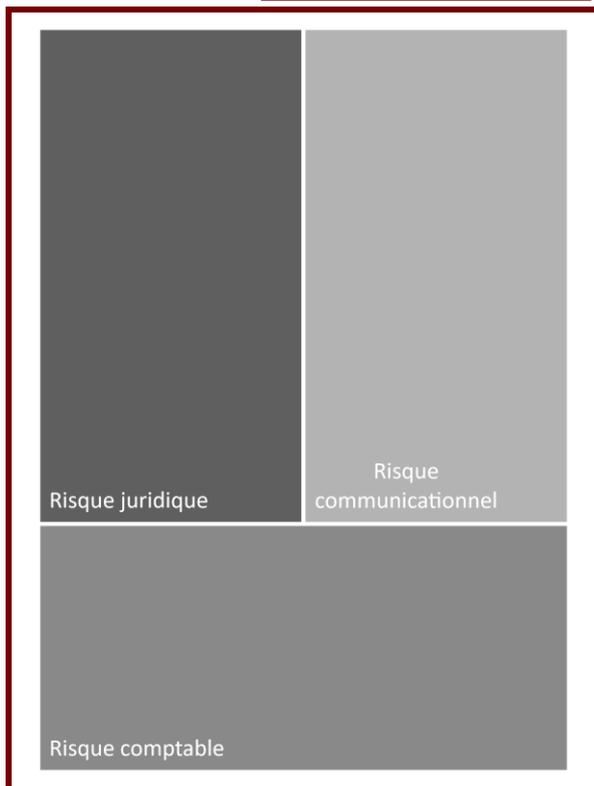


Sous thème : A1.T03.ST06 – Autres risques spécifiques liés aux activités support

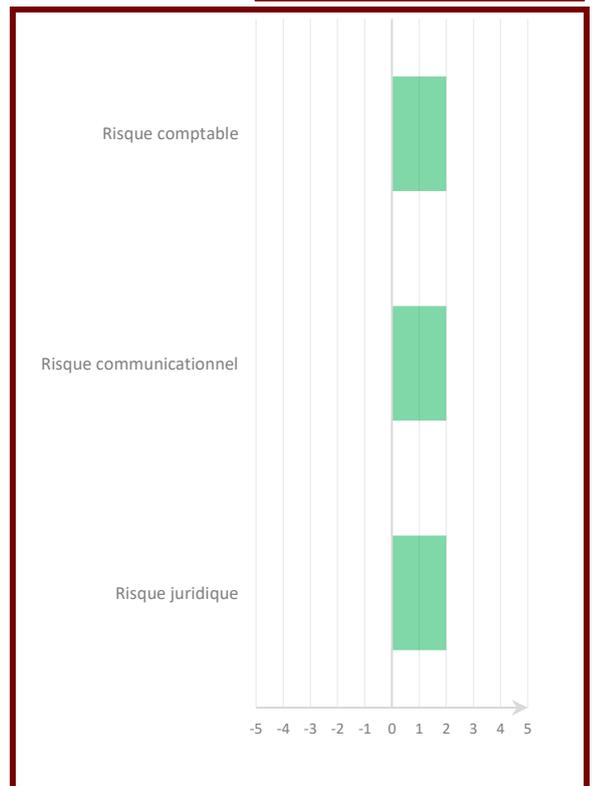
Matrice générale du sous thème

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	BB+
BBB	Autonomie financière	BBB+

Composition du thème

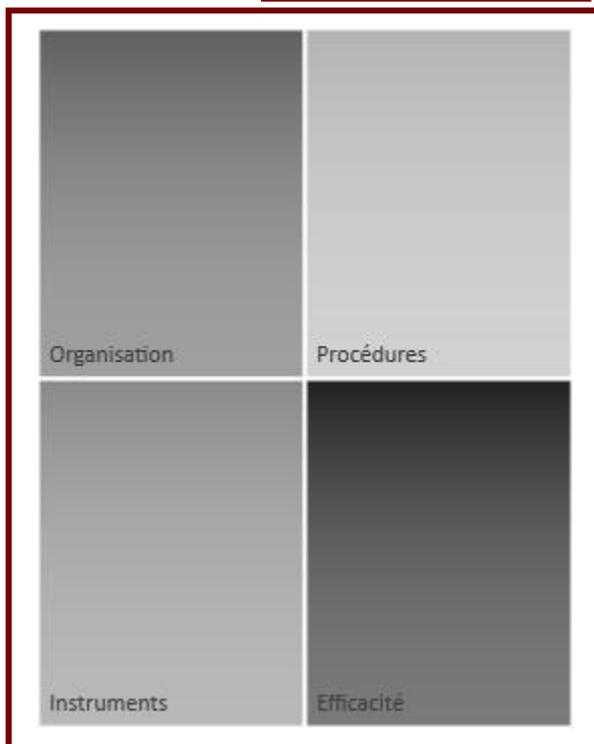
Gestion de la trésorerie	Autonomie financière	Système de gestion des liquidités
--------------------------	----------------------	-----------------------------------

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

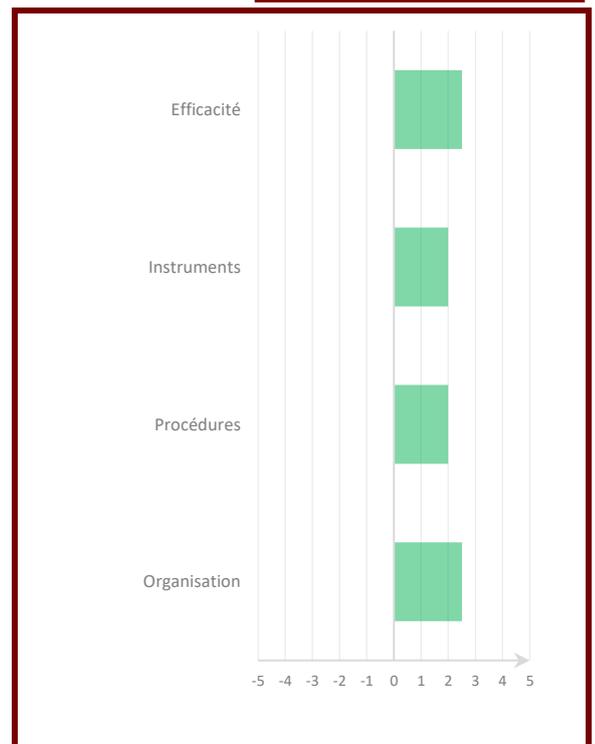
Matrice générale du sous thème

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

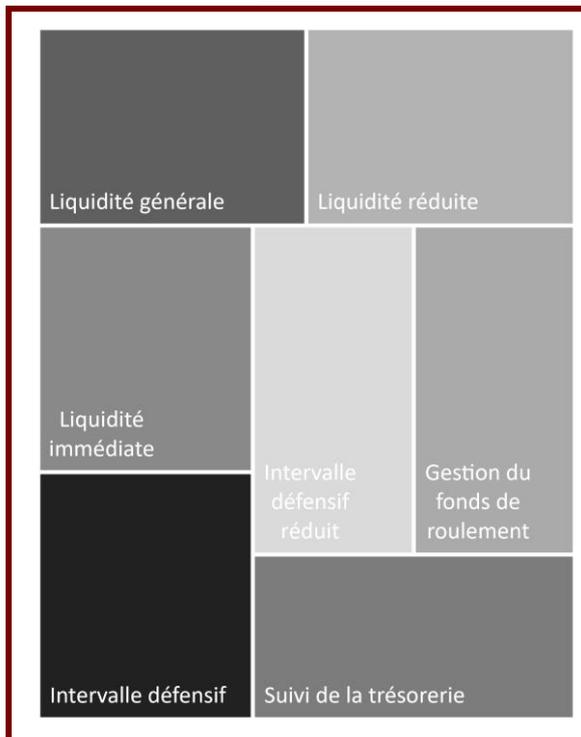


Sous thème : A1.T04.ST02 – Gestion de la trésorerie

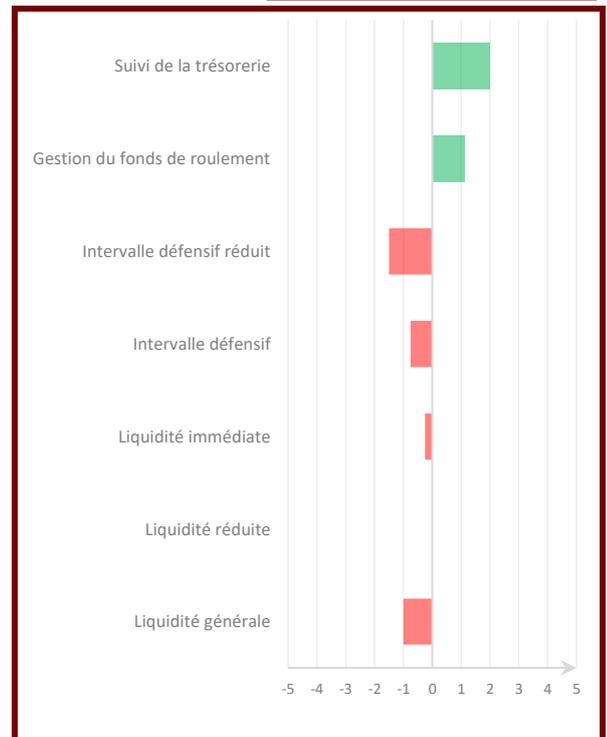
Matrice générale du sous thème

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

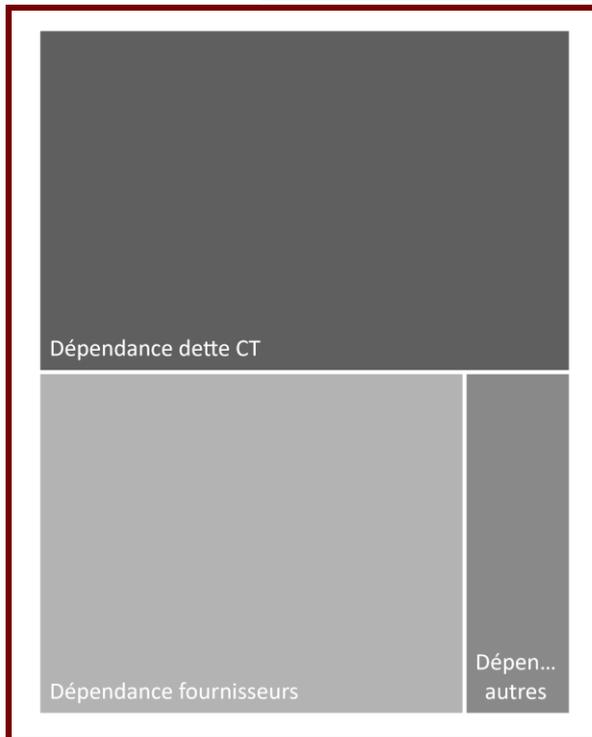


Sous thème : A1.T04.ST03 – Autonomie financière

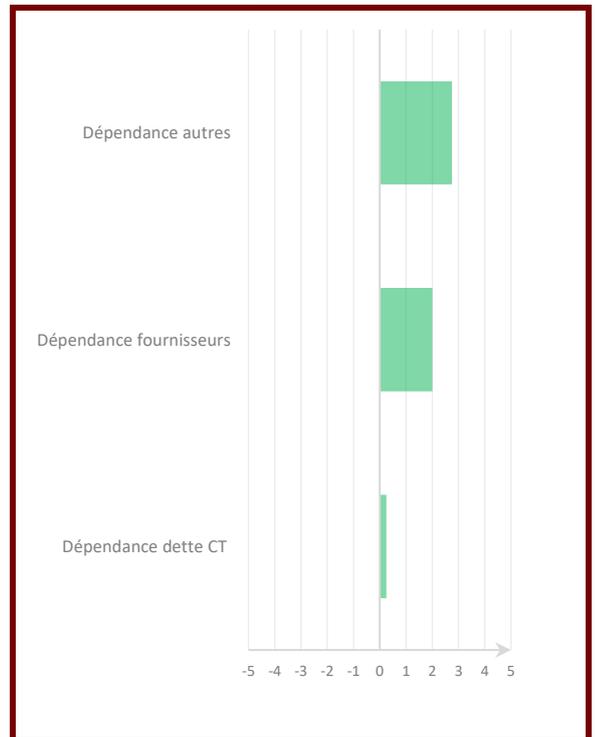
Matrice générale du sous thème

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





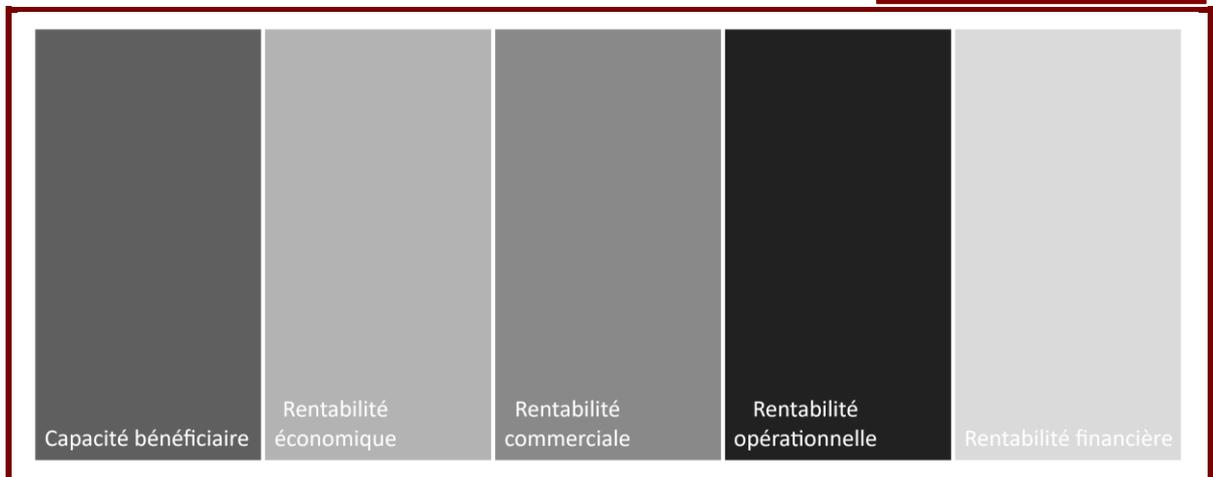
Thème : A1.T05 – Rentabilité & Performance

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	BBB
	Rentabilité économique	BBB
	Rentabilité commerciale	A+
	Rentabilité opérationnelle	BBB+
A-	Rentabilité financière	A

Composition du thème



Sous thème : A1.T05.ST01 – Capacité bénéficiaire

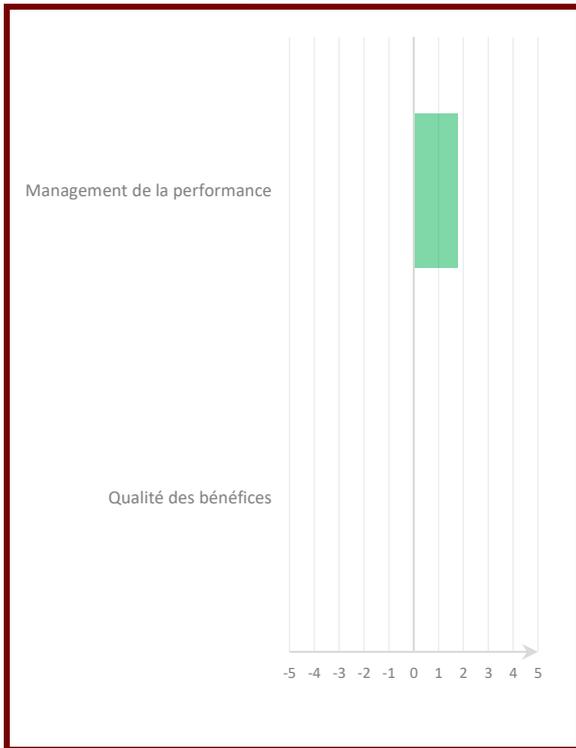
Matrice générale du sous thème

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

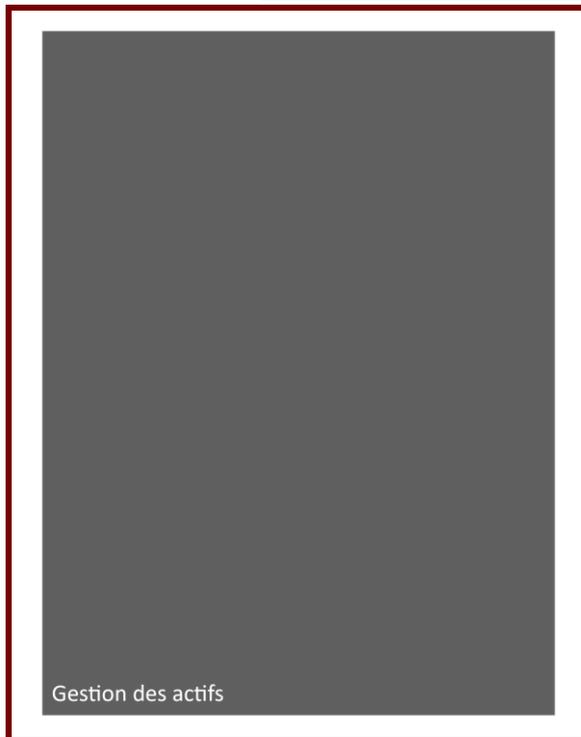


Sous thème : A1.T05.ST02 – Rentabilité économique

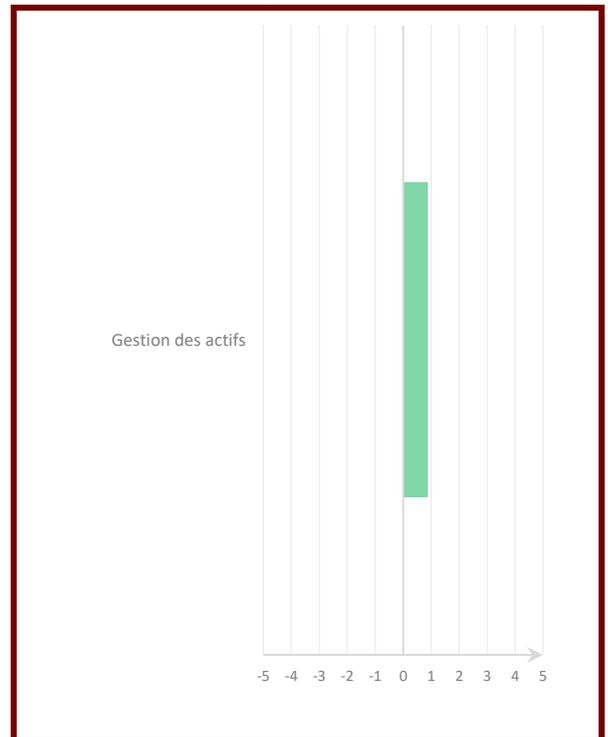
Matrice générale du sous thème

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

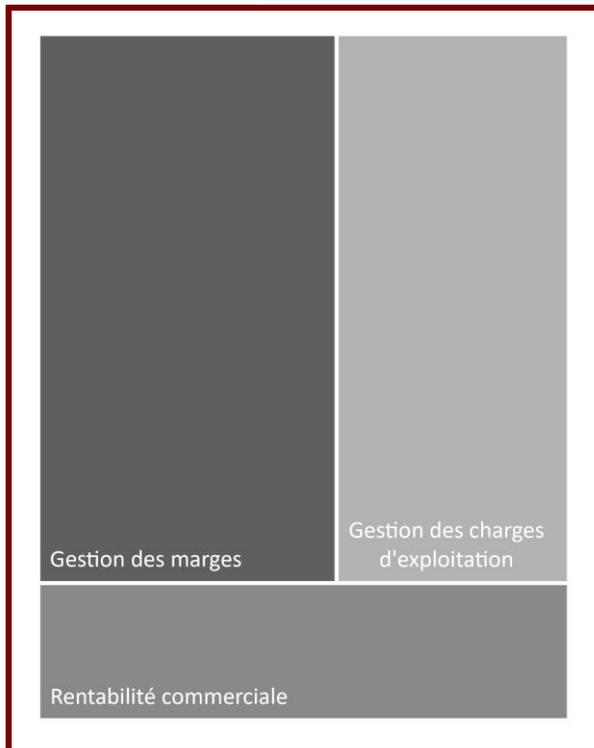


Sous thème : A1.T05.ST03 – Rentabilité commerciale

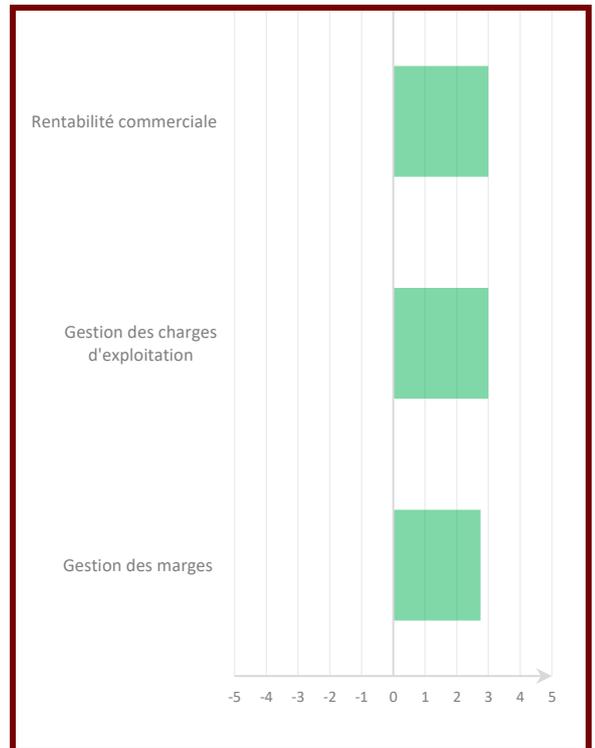
Matrice générale du sous thème

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

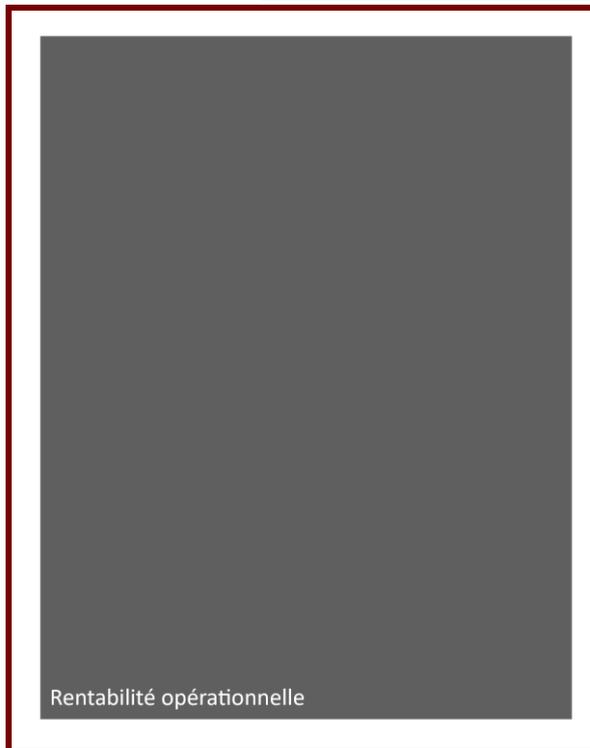


Sous thème : A1.T05.ST04 – Rentabilité opérationnelle

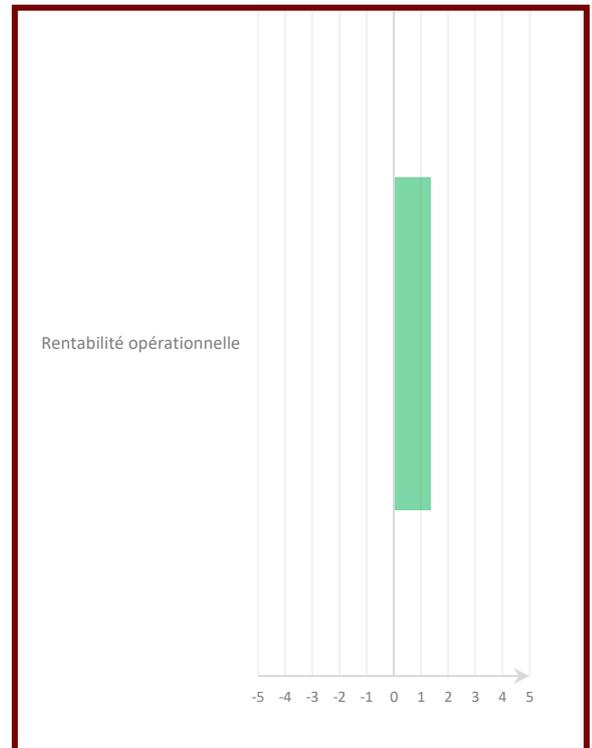
Matrice générale du sous thème

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

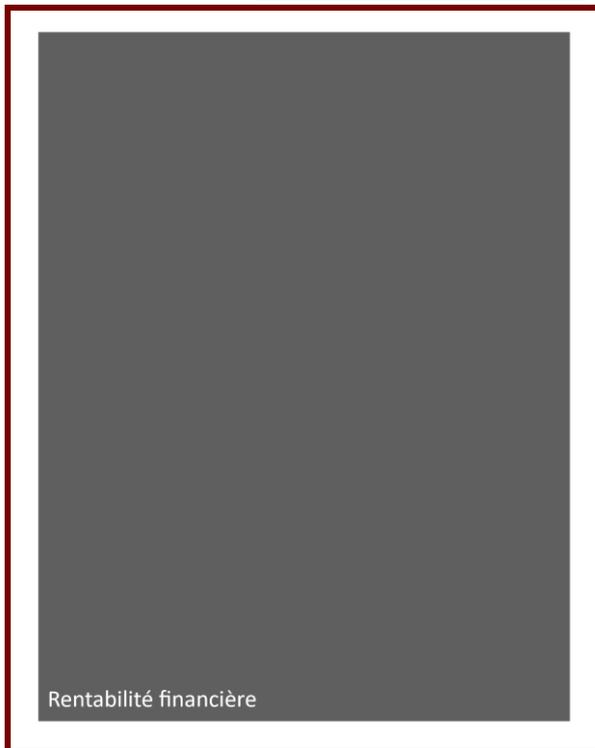


Sous thème : A1.T05.ST05 – Rentabilité financière

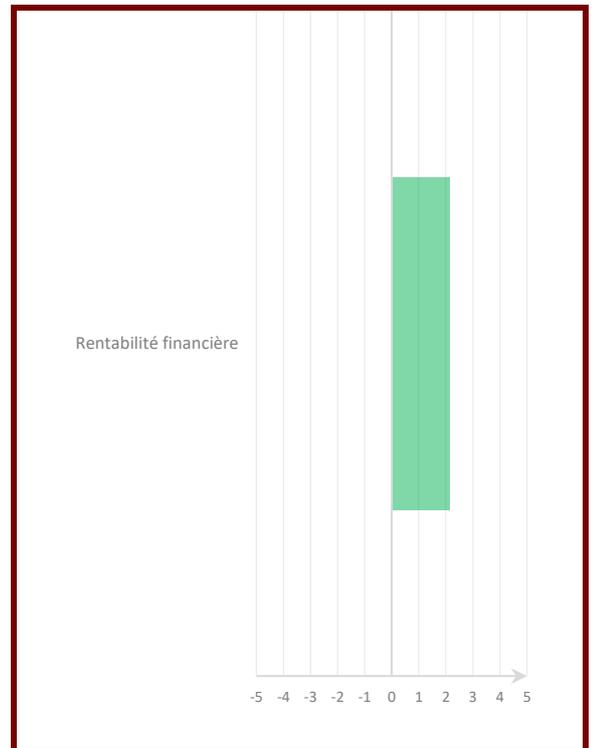
Matrice générale du sous thème

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	BBB+
	Planification stratégique	BBB+
	Rentabilité financière des ressources humaines	AA-
	BBB+	Système d'information

Composition du thème



Sous thème : A1.T06.ST01 – Organisation

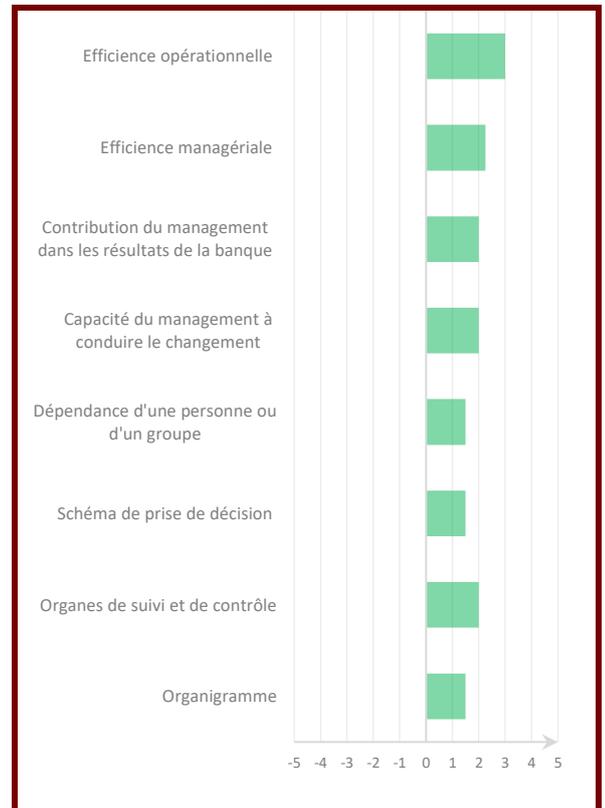
Matrice générale du sous thème

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	Efficacité managériale
Contribution du management dans les résultats de la société	Efficacité opérationnelle

Analyse du sous thème



Sous thème : A1.T06.ST02 – Planification stratégique

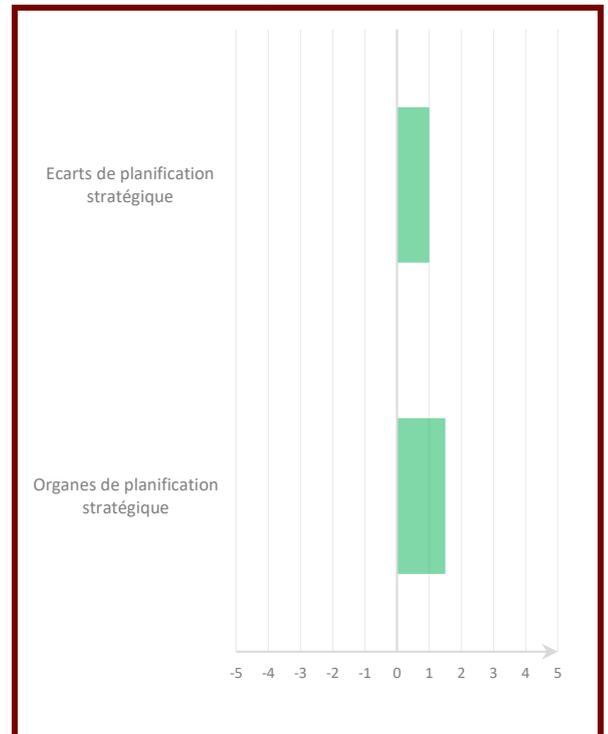
Matrice générale du sous thème

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

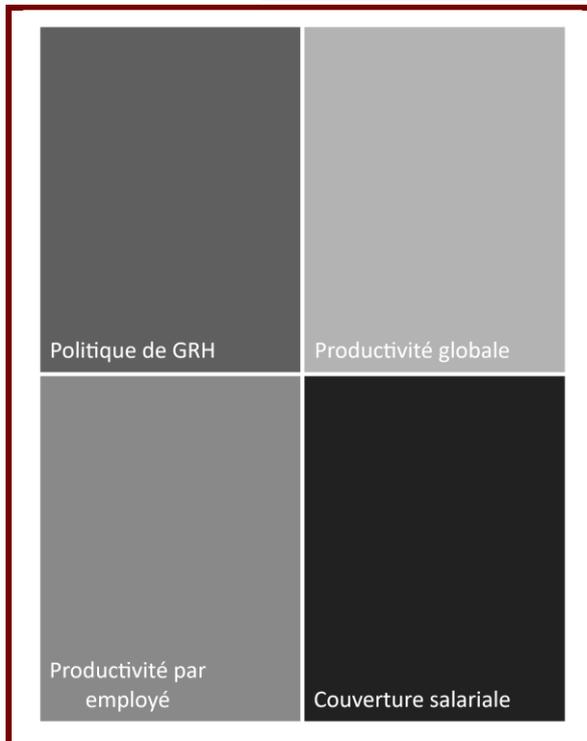


Sous thème : A1.T06.ST03 – Rentabilité financière des ressources humaines

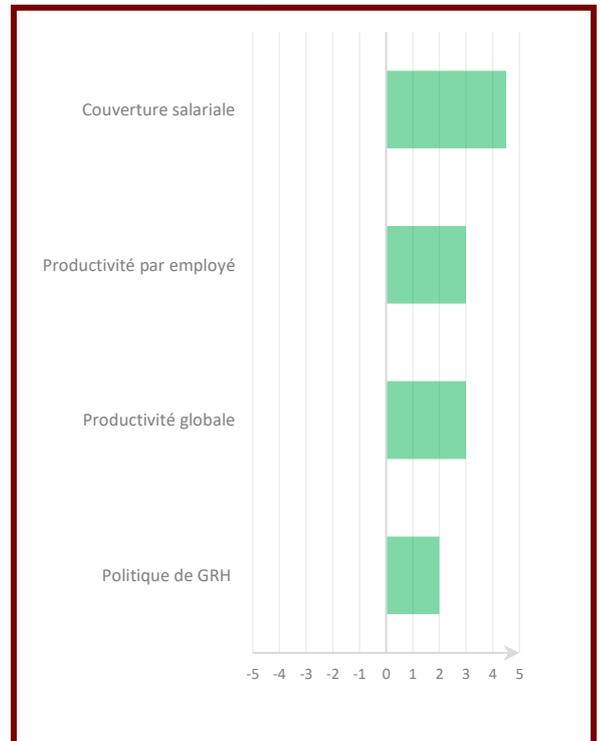
Matrice générale du sous thème

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

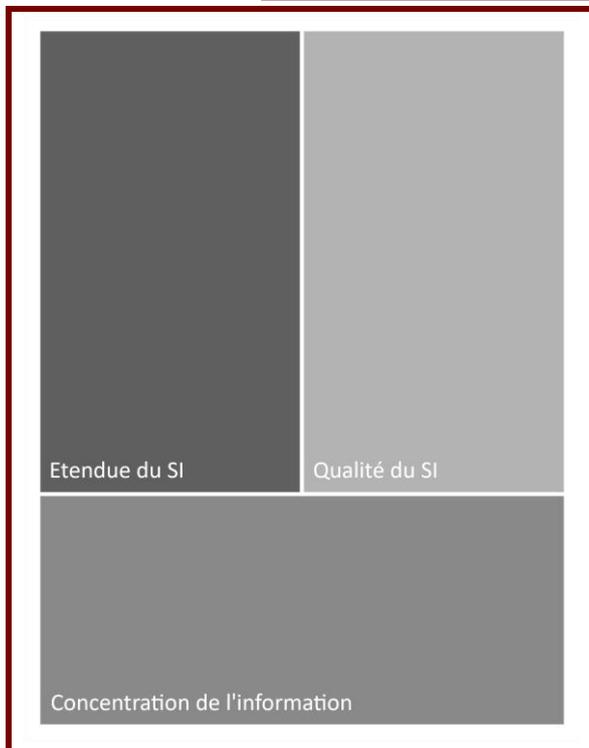


Sous thème : A1.T06.ST04 – Système d'information

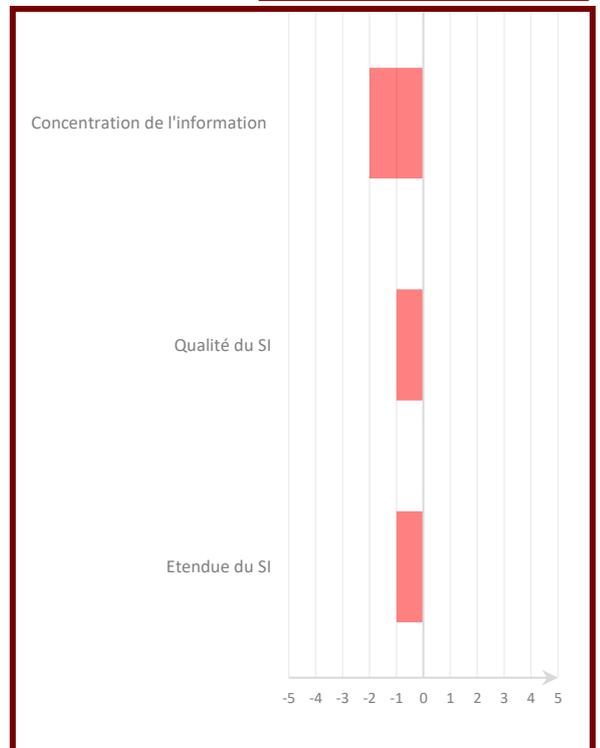
Matrice générale du sous thème

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