

AVIS DE NOTATION (*)

REVISION PERIODIQUE DE NOTE

Fitch Ratings - Tunis – 19 octobre 2007 : Fitch Ratings a confirmé les notes attribuées sur l'échelle nationale tunisienne à la Société de Nutrition Animale (SNA) à 'BBB(tun)' pour la note à long terme et 'F3(tun)' pour la note à court terme et modifié la perspective d'évolution de la note à long terme de négative à stable.

Le changement de perspective de la note reflète le renforcement de la position dominante du Groupe Poulina dans la branche aval du marché de la viande blanche et les retombées positives qui devraient en résulter pour les opérateurs de la branche amont et notamment SNA. Cette consolidation de la position du groupe Poulina sur le marché de la volaille a été favorisée par le nouveau cahier des charges de la profession mis en place par les autorités sanitaires tunisiennes face aux risques de propagation de la grippe aviaire. Ces mesures qui ont bouleversé l'industrie et bénéficié aux producteurs les plus structurés de la branche aval du secteur telles que El Mazraa et Dick, devraient également favoriser les opérateurs de la branche amont de production d'aliments pour volaille tels que SNA et ALMES.

Les notes de la SNA reflètent sa position de leader sur le marché de l'aliment pour volailles, sa forte capacité de génération de cash-flow et l'importante demande du marché tunisien. La SNA reste toutefois fortement exposée aux fluctuations de cours de ses matières premières qui, dans un contexte de réglementation des prix de vente de la viande blanche en Tunisie, mettraient la SNA dans l'incapacité de répercuter toutes hausses excessives des cours de ses matières premières sur ses prix de vente. Les notes sont également affectées par les faibles barrières à l'entrée dans ce secteur ainsi que la faible valeur ajoutée de l'activité qui contraignent la SNA à rechercher en permanence des économies d'échelle plus importantes. Parmi les autres facteurs de risque, il y a lieu de citer la forte dépendance de la SNA à l'endettement à court terme et l'appétit de dividendes de ses actionnaires.

Alors que les revenus de la SNA ont accusé un recul de 15,7% en 2006, un retournement récent de conjoncture caractérisé par une forte reprise de la consommation de produits avicoles (+47%) et une hausse des prix de vente (+23%) lui a permis d'enregistrer au terme du 1er semestre 2007 des revenus en hausse de 57%. En dépit d'une légère progression de la marge d'exploitation (passée de 9,3% en 2006 à 9,4% au premier semestre 2007), Fitch prévoit que cette évolution positive des marges ne se prolongera pas au cours du second semestre 2007 du fait du renchérissement subi des cours des matières premières.

En 2006, la SNA a eu davantage recours aux billets de trésorerie pour le financement de ses besoins d'exploitation (16,5 Mio TND représentant 80% de la dette brute). La dette de la SNA a ainsi augmenté pour passer de 17,7Mio TND à 20,8Mio TND. Le ratio d'endettement (dette nette ajustée/Op. EBITDAR) est toutefois revenu à 4,6x soit au niveau qu'il avait avant la crise de la grippe aviaire. Avec un Cash-flow libre net négatif de -5,6 Mio TND compte tenu de la distribution de 4,6Mio TND de dividendes et de l'acquisition de 1,1Mio TND de titres de participation, les actionnaires ont du injecter 4 Mio TND supplémentaires au capital de la SNA pour soutenir sa trésorerie. A l'avenir, la liquidité de la SNA devrait bénéficier de l'augmentation de ses cash-flows d'exploitation découlant du redressement de ses ventes.

La capacité de production de la SNA (220 000 tonnes par an) étant quasiment saturée, la SNA compte investir dans une nouvelle ligne de production d'une capacité de 120 000 tonnes par an. L'investissement, dont le coût s'élève à 9 Mio TND, sera réalisé courant 2007-2008 et sera financé par une augmentation de capital de 7 Mio TND et une auto-génération de cash-flows de 2 Mio TND.

(*) Le CMF n'entend donner aucune opinion ni émettre un quelconque avis quant au contenu des informations diffusées dans cette rubrique par les sociétés qui en assument l'entière responsabilité.