



# COMPTE RENDU DE SUIVI DE NOTATION FINANCIERE

## SIDENOR



2023



INTRODUCTION.....	3
NOTE METHODOLOGIQUE .....	4
PRESENTATION .....	9
FICHE DE NOTATION .....	10
FACTEURS DE NOTATION .....	26
DIAGNOSTIC DE NOTATION .....	27

**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.

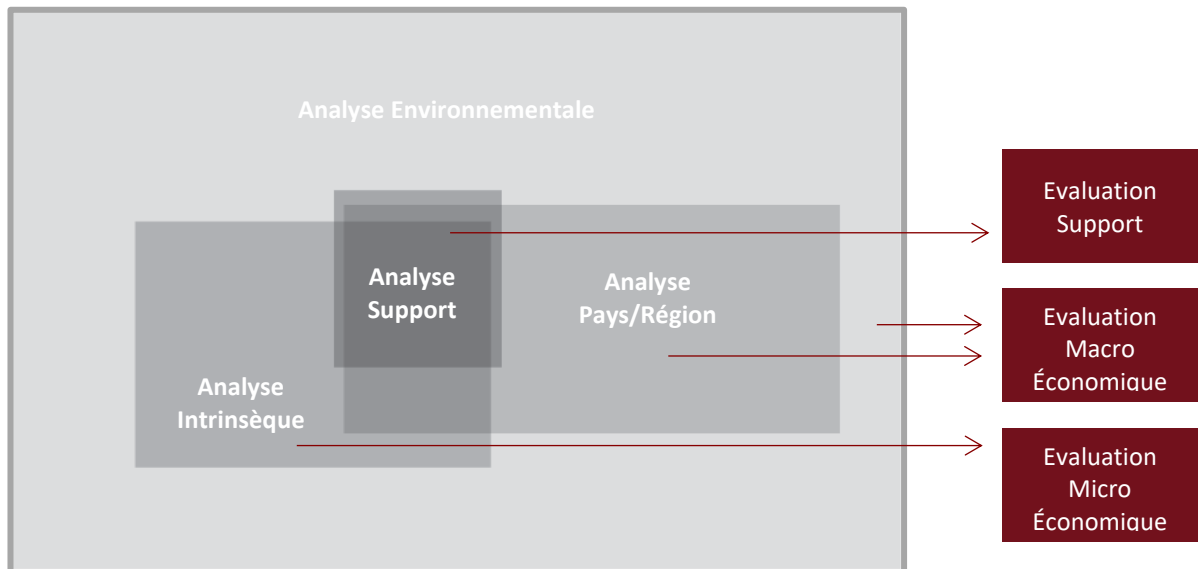
Toutes les informations contenues dans le présent document sont protégées par la loi, notamment par la loi relative au droit d'auteur, et aucune de ces informations ne peut être copiée ou reproduite, reformatée, retransmise, transférée, diffusée, redistribuée ou revendue de quelque manière que ce soit, 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

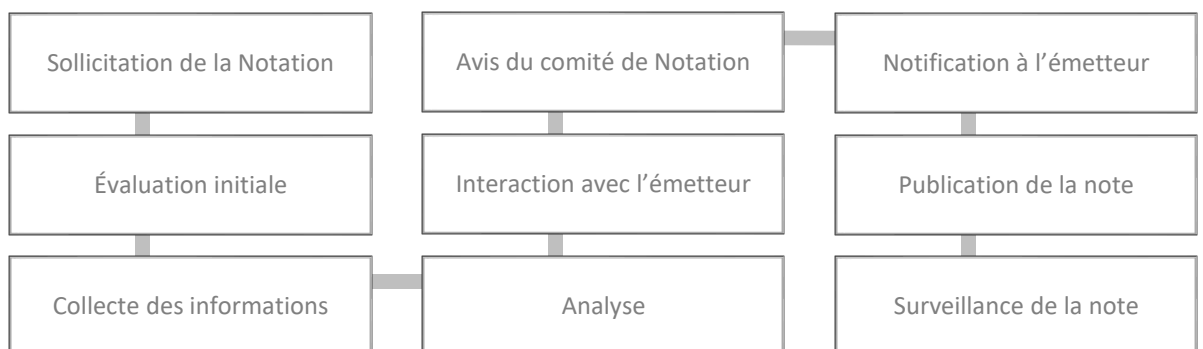
Le système de Notation PBR Rating est basé sur une évaluation multidimensionnelle, opérée sur trois domaines distincts, à travers trois axes temporels :

- 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 :



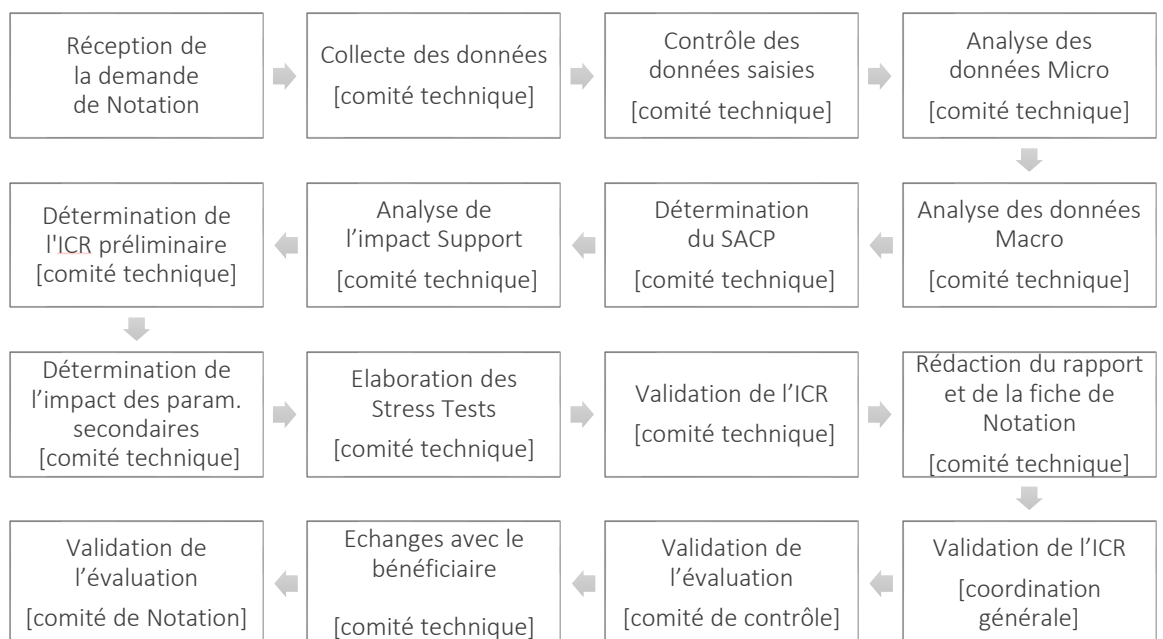
La mise en place de cette procédure de Notation chez PBR Rating obéit à trois principes majeurs :

- 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.

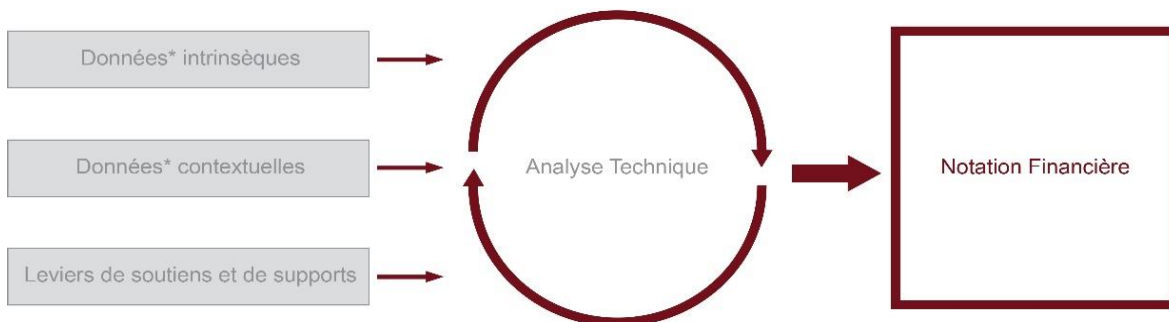
Dans le cadre du processus global de Notation PBR Rating, le sous-process d'analyse revêt une importance majeure dans la constitution des dossiers de Notation. Il englobe l'ensemble des phases techniques de collecte et de traitement des informations, puis les phases d'analyse, ensuite les phases de rédaction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



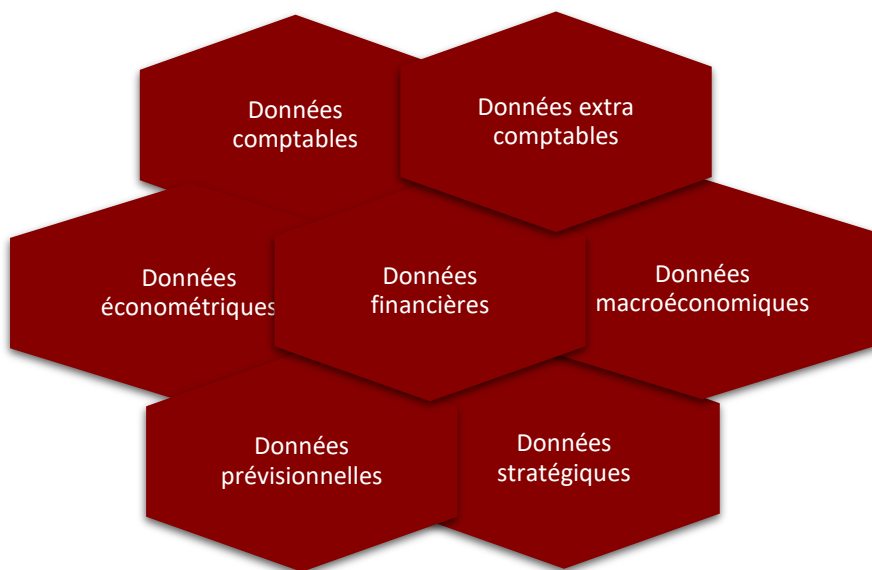


## DONNEES DE BASE POUR L'EVALUATION

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

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

## DETERMINATION DE LA NOTE

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

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

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

## GRILLE DE NOTATION

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



SIDENOR

Dénomination officielle



Informations clés

Pays	Tunisie
Produits d'exploitation	616 213 520 TND (2022)
EBITDA ajusté	60 733 355 TND (2022)
Résultat d'exploitation	36 346 199 TND (2022)
Résultat Net	10 134 189 TND (2022)
Capitaux propres	89 958 543 TND (2022)
Total actifs	364 701 004 TND (2022)
Président du Conseil	Monsieur Fethi Mokhtar
Directeur Général	Monsieur Fethi Hachifa

Mission

Notation	Qualité Financière
Type de mission	Mission de suivi
Exercice	2023
N° dossier	13.01.02
Représentant	Monsieur Bassem Beltifa
<b>NOTATION</b>	<b>BBB+ (Tun), avec perspective stable</b>

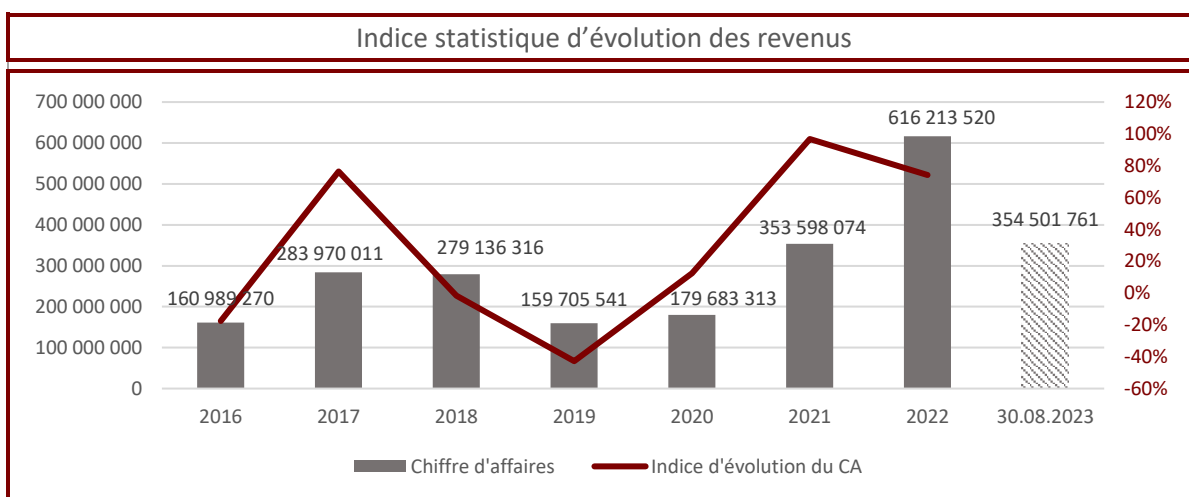
## THEME 1 – LA STRUCTURATION DE L'EXPORT : UNE RÉPONSE AU DEFI DE LA CROISSANCE DE SIDENOR

En activité depuis 30 ans, SIDENOR demeure l'un des principaux sidérurgistes en Tunisie. La société se spécialise dans la production de rond à béton, représentant 72,3% du chiffre d'affaires de l'année 2022, et de fil machine, contribuant à hauteur de 27,7% au chiffre d'affaires de la même année. Ces produits sont essentiels en tant que matières premières pour le secteur du bâtiment et les industries de tréfilage, principalement destinés aux grossistes et revendeurs de matériel de construction.

SIDENOR se positionne dans le duo de tête en termes de laminoir privé de Tunisie en matière de capacité de production, atteignant 250 000 tonnes par an, avec une capacité théorique de 300 000 tonnes par an. Cette performance industrielle demeure tributaire des optimisations commerciales et industrielles, notamment par l'installation d'un nouveau moteur visant à accélérer la ligne de laminage à chaud ; cet investissement étant prévu pour le début de l'année 2024. Il est important de souligner que cette initiative constitue le deuxième investissement en trois ans qui a pour but d'améliorer la capacité de production du sidérurgiste.

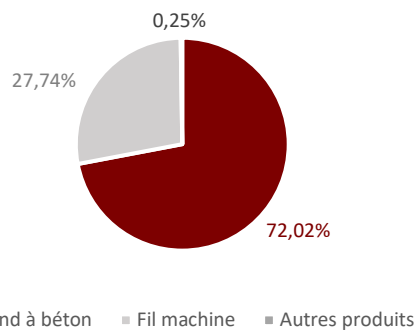
En matière commerciale, SIDENOR est confrontée à une homologation des prix de rond à béton par le Ministère du Commerce, d'une part, et à la volatilité des cours internationaux des matières premières, d'autre part, surtout après le déclenchement de la guerre en Ukraine, où SIDENOR s'approvisionne en 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, conditionnées à la satisfaction du marché national en priorité.

La mission de suivi de Notation a constaté une croissance significative du chiffre d'affaires au cours de la période 2020-2022. Cette augmentation fait suite à la période de ralentissement des activités de SIDENOR en 2018 et 2019, caractérisée par des investissements dans la ligne de production (mise à niveau du four, notamment). Le chiffre d'affaires a enregistré une hausse de 74,3% en rythme annuel, atteignant 616,213 MTND en 2022. Toutefois, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 354,502 MTND au terme des 8 premiers mois de l'exercice 2023, soit 57,5% seulement du niveau d'activité de l'exercice clos 2022 ; un gap à rattraper au cours du reste de l'exercice, afin de maintenir le niveau de progression enregistré sur la dernière période.



La répartition des revenus de SIDENOR par segment d'activité met en évidence le rond à béton comme principal produit de la société, représentant 72,3% des revenus en 2022, tandis que le fil machine constitue 27,7%. La mission de suivi de Notation souligne une part croissante des revenus provenant du fil machine qui représentaient 20% du revenu du sidérurgiste en 2021. Il est à noter que cette amélioration des revenus du fil machine provient, en grande partie, du marché libyen, où les ventes passent par l'intermédiaire d'un revendeur local qui distribue les produits SIDENOR aux grossistes.

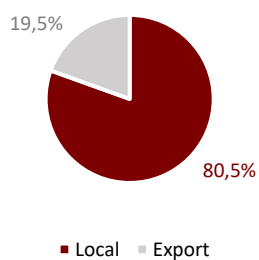
Répartition des revenus par segment d'activité (2022)



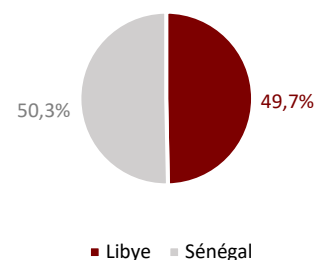
La Tunisie demeure le marché principal pour les ventes de SIDENOR, indépendamment des choix stratégiques du sidérurgiste ou de la quête d'une rentabilité accrue, compte tenu d'un cadre réglementaire orientant les sidérurgistes tunisiens vers la satisfaction des besoins du marché local en rond à béton avant de s'orienter vers les marchés étrangers. Cette approche vise à garantir une couverture du marché local en priorité, par les autorités tunisiennes.

Cependant, les efforts déployés par le sidérurgiste pour améliorer sa présence sur le marché d'exportation ne peuvent être ignorés. En effet, seulement deux années après le début de l'activité d'exportation, SIDENOR a réussi à consolider plusieurs marchés prometteurs, notamment le marché libyen pour le fil machine et le marché sénégalais pour le rond à béton. Dans ce dernier pays, la société a établi une unité de production afin de renforcer la proximité et éliminer la barrière en matière de taxation à l'importation des produits finis. Cette initiative a permis une croissance significative des ventes à l'export, passant de 3,1 MTND en 2020 à 112,833 MTND en 2022 (19,5% des revenus de SIDENOR contre respectivement 1,7% et 11,8% en 2020 et 2021).

Répartition des revenus par marché (2022)



Structure du marché export (2022)



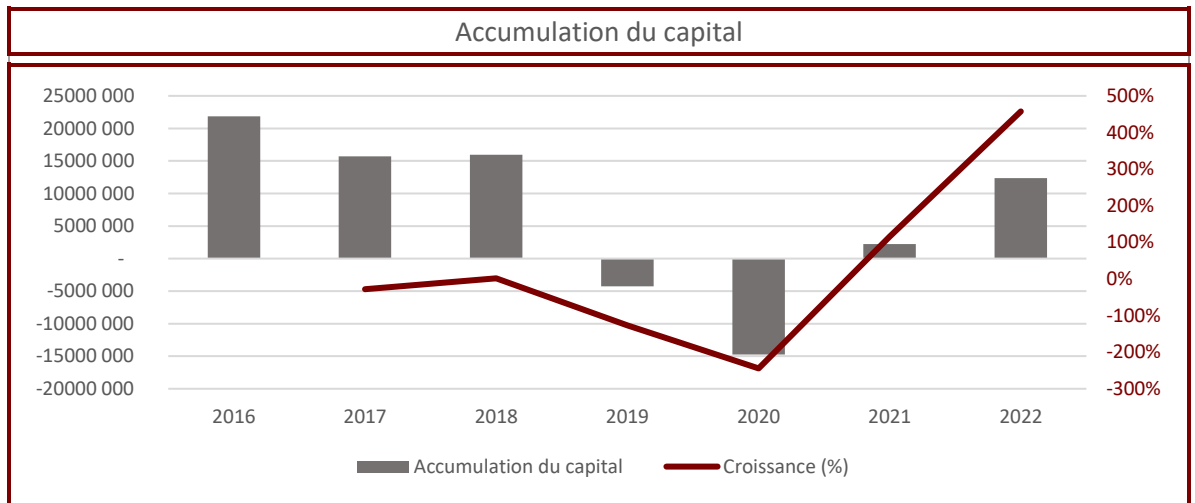


Dans l'ensemble, la mission de suivi de Notation considère satisfaisante l'orientation stratégique des aspects commerciaux de SIDENOR. Après plusieurs années de présence exclusive sur le marché local, le sidérurgiste a réussi à consolider ses activités et à optimiser sa chaîne de production, créant, ainsi, une dynamique de croissance satisfaisante qui lui a permis de s'ouvrir à de nouveaux marchés.

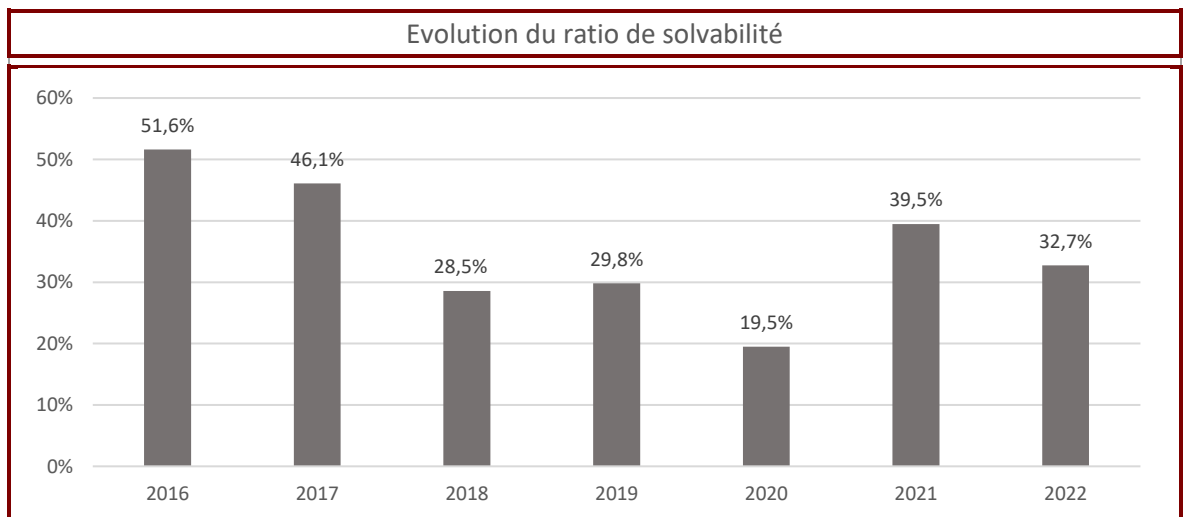
Dans cette perspective, deux principales cibles se dessinent. Tout d'abord, la Libye, où SIDENOR se focalise sur le fil machine, en effectuant une veille stratégique constante pour intégrer de nouveaux produits dans sa gamme (variations des diamètres du fil machine). Toutefois, un risque de concentration client se profile, dans la mesure où toutes les ventes vers la Libye se font à travers un revendeur unique. Ensuite, le Sénégal, avec une attention particulière portée sur le rond à béton, où la société a créé une filiale (FERCO) dont l'équipe intègre des responsables locaux, tirant, ainsi, parti de leur connaissance approfondie du marché local. De plus, cette filiale peut représenter un tremplin de croissance significative compte tenu du potentiel de développement des pays limitrophes. Toutefois, il est important de mentionner que la rentabilité des activités à l'export reste actuellement inférieure à celle du marché local. De ce fait, la viabilité des activités de SIDENOR passe par le maintien et la consolidation de ses positions sur le marché tunisien, malgré la situation d'homologation des prix.

■ **THEME 2 – UNE SOUS-CAPITALISATION A RESORBER PAR LA RENTABILITE DE LA SOCIÉTÉ MALGRÉ DE LOURDS ENGAGEMENTS FINANCIERS**

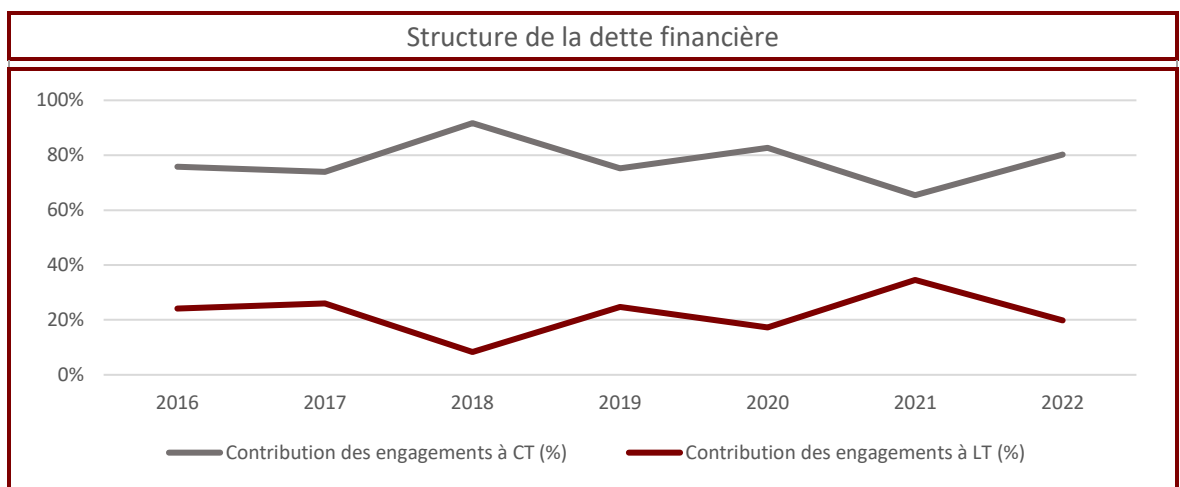
La mission de suivi de Notation constate que, sur la période 2017–2021, SIDENOR a manifesté une certaine insuffisance à générer du capital à travers son activité. Cette situation découle principalement de l'accumulation de résultats négatifs au cours des années 2019 et 2020, marquées par des investissements et un contexte macroéconomique difficile. Toutefois, la reprise de l'activité à des niveaux rentables a permis au sidérurgiste de résorber ses pertes et d'accroître le niveau des fonds propres en 2022.



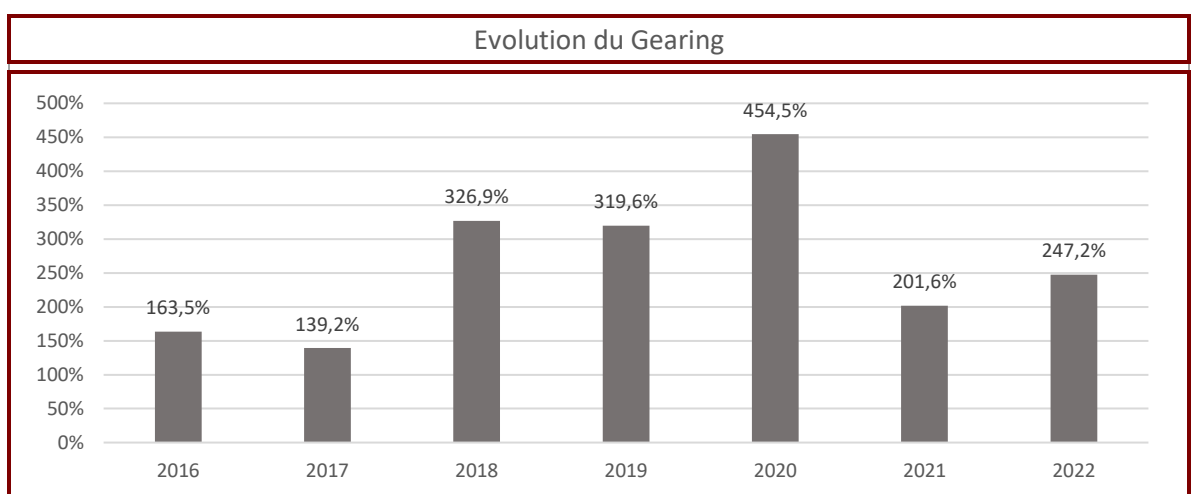
Dans le cadre de l'examen de l'équilibre bilanciel de SIDENOR, la mission de suivi de Notation a porté une attention particulière à l'analyse de la solvabilité, révélant des niveaux relativement modestes tout au long de la période d'observation. Malgré une amélioration du ratio de solvabilité en 2021, principalement attribuable à une augmentation significative des fonds propres résultant d'un bénéfice net historique et d'une levée de fonds de 15 MTND, la tendance a pris un tournant à la baisse en raison d'une augmentation notable des concours bancaires. Le ratio de solvabilité est, ainsi, passé de 39,5% en 2021 à 32,7% l'année suivante.



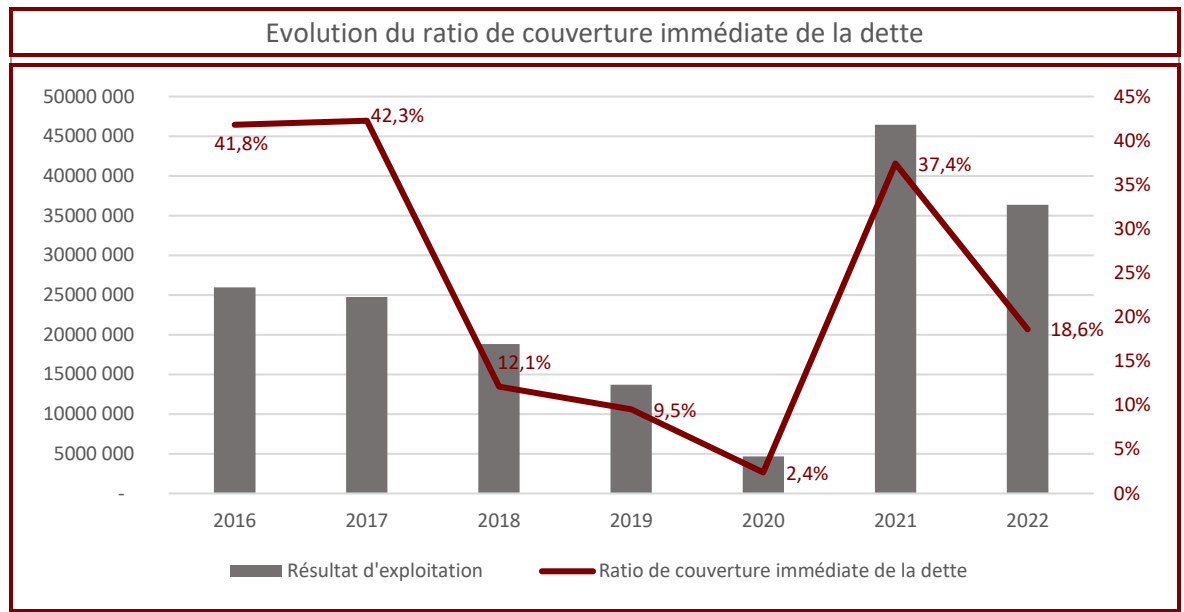
Dans le cadre de l'analyse de la structure de la dette financière de SIDENOR, il a été observé que la tendance des contributions entre engagements à long terme et à court terme a commencé à converger en 2019, établissant, en 2021, une pondération de 65,4% pour les engagements à court terme et 35,6% pour les emprunts à long terme. Cependant, en raison d'une augmentation significative des concours bancaires en 2022, passant à 195,152 MTND (contre 124,147 MTND en 2021), la tendance s'est inversée pour afficher une structure de la dette financière en déséquilibre. Celle-ci se caractérise par une pondération des engagements à court terme représentant 80,2%, contre 19,8% pour les engagements à long terme. Ainsi, Les fluctuations observées soulignent l'impact des décisions de financement sur la stabilité financière de l'entreprise, sur laquelle un suivi particulier doit être porté.



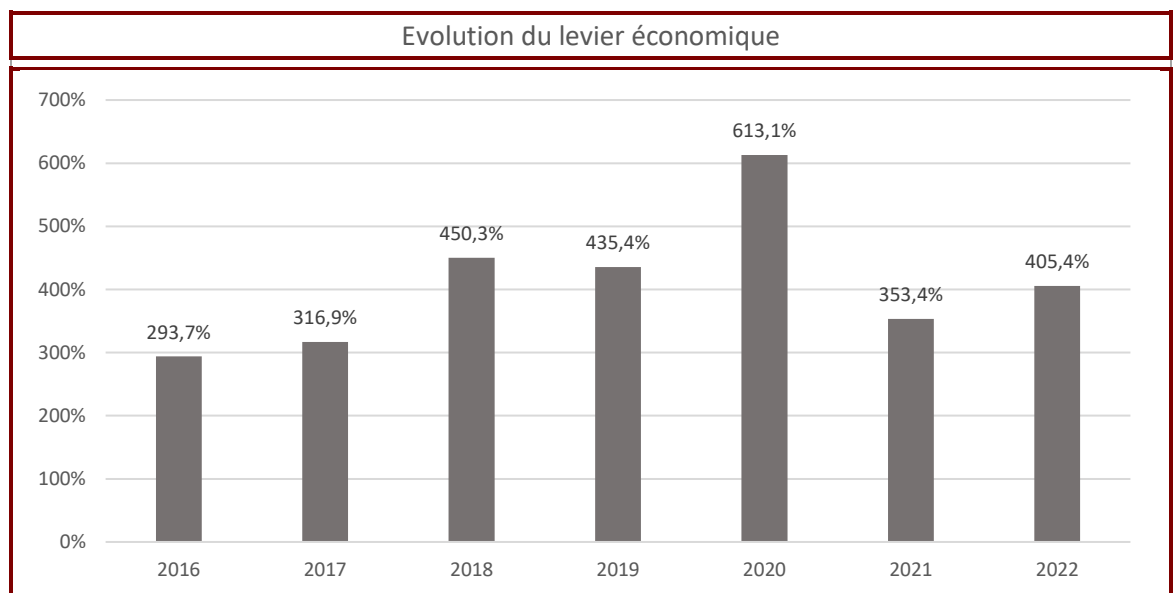
Sur la période 2016-2022, SIDENOR affiche un Gearing moyen de 264,7%. Une moyenne assez élevée qui témoigne du recours accru de la société à l'endettement et de l'insuffisance de ses moyens propres pour financer son activité. Ainsi, en cas de difficulté financière, le sidérurgiste dispose d'une faible marge de manœuvre interne en cas de besoin de financement pour ses activités.



En ce qui concerne le niveau de la couverture de la dette, la mission révèle que SIDENOR éprouve des difficultés à maintenir un niveau élevé et constant de couverture des dettes à court terme par le résultat d'exploitation. Cette situation se traduit par une diminution du ratio de couverture immédiate de la dette, même après une légère reprise en 2021. Le ratio est passé de 41,8% en 2016 à 18,6% en 2022.



Du côté de l'actif, la mission maintient le même constat relatif à la sous-capitalisation du sidérurgiste. En effet, l'analyse de l'actif par rapport aux fonds propres démontre une très forte dépendance de la dette pour le financement des immobilisations, ce qui se reflète par un levier économique atteignant 405,5% en 2022. Cela se traduit par des immobilisations financées aux trois quarts par des ressources externes, et d'autant plus par un recours excessif à la dette à court terme sous forme de concours bancaires.



La mission de suivi de Notation a accordé une importance particulière à l'analyse du déséquilibre financier de SIDENOR, entre endettement et capitaux propres. La société se doit d'assurer la pérennité de sa rentabilité, afin de consolider ses fonds propres et équilibrer son schéma de financement, faute de quoi, un apport de capitaux propres sera nécessaire à la structure.





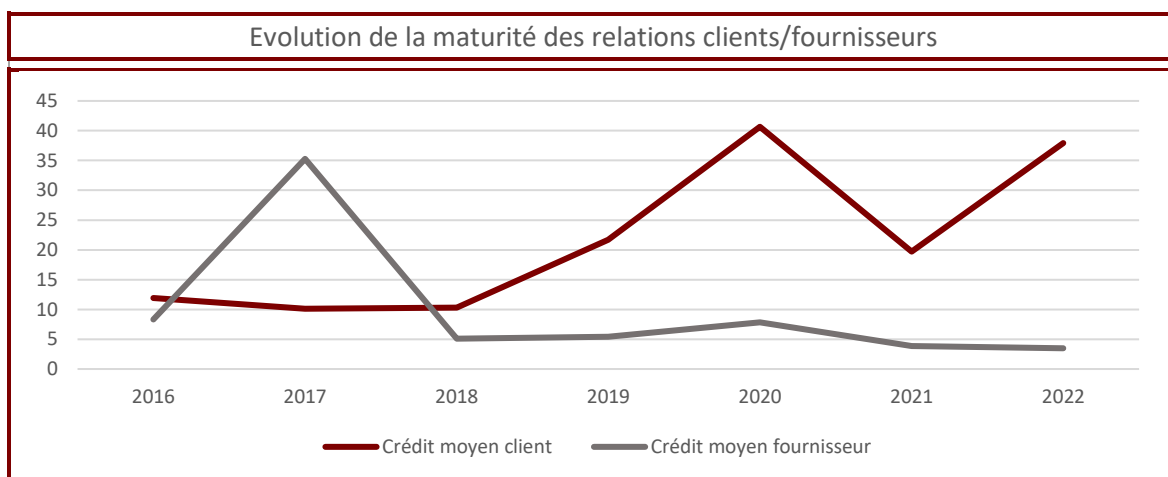
## ■ THEME 3 – IDENTIFICATION DES RISQUES ET MESURES D'ATTENUATION PERTINENTES

Dans le cadre de l'évaluation de la résilience de SIDENOR face aux risques, la mission de suivi de Notation identifie un risque de concentration client, particulièrement au sein de la gamme fil machine destinée à l'exportation en Libye. Ce risque découle du fait que le circuit de distribution s'appuie sur un unique revendeur présent en Libye. Bien que le volume d'affaires soit en développement sur ce marché stratégique, la mission recommande l'examen d'autres pistes de distribution.

En ce qui concerne la diversification des produits, SIDENOR reste exclusivement centrée sur ses deux gammes de produits, à savoir le fil machine et le rond à béton. Néanmoins, un schéma d'investissement est actuellement envisagé pour la fin de l'année 2024, visant à améliorer l'unité de production, à intégrer de nouvelles dimensions aux gammes existantes et à introduire de nouveaux produits.

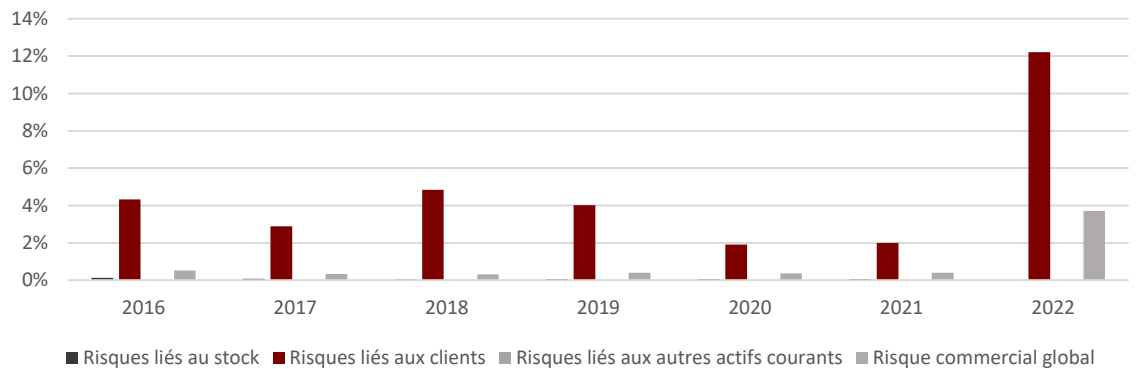
Concernant les risques exogènes auxquels le sidérurgiste est exposé, notamment liés à son activité de laminage à chaud, SIDENOR reste fortement tributaire en termes d'énergie et de ressources hydrauliques. Cette dépendance, accentuée par la rareté de l'eau due aux conditions climatiques locales, représente un défi difficile à maîtriser pour la société et, plus globalement, pour l'ensemble de l'industrie tunisienne. En matière énergétique, avec un accent sur le coût et la stabilité énergétique, la société a pris des mesures pour investir dans un projet de cogénération, démontrant, ainsi, son engagement envers la gestion proactive des risques externes liés aux aspects opérationnels de son activité.

Sur un autre volet d'évaluation des risques auxquels est confrontée SIDENOR, la mission de suivi de Notation a, notamment, examiné le décalage entre le crédit moyen accordé aux clients et ceux octroyés par les fournisseurs. Il est à noter que, dans le contexte national et international, le sidérurgiste est contraint de régler ses fournisseurs sur des délais assez courts. En revanche, il accorde à ses clients une marge de manœuvre de 30 jours en moyenne sur la période de 2017 à 2022. Cette pratique représente un avantage compétitif pour SIDENOR par rapport à ses concurrents et ne semble actuellement pas constituer un risque pour la trésorerie de la société. À noter que l'augmentation du compte clients, passant de 18,976 MTND en 2021 à 56,978 MTND en 2022, ne semble pas préoccupante dans la mesure où ils sont majoritairement sous forme de modes de règlements à faible risque.



La mission de suivi de Notation met en avant l'absence de risques significatifs associés aux stocks, le taux de provisionnement demeurant bas au cours de la période 2016-2022. Cependant, il est important de noter qu'en 2022, le risque lié aux comptes clients a connu une augmentation, atteignant 12,2%, comparé à 2% l'année précédente. Cette augmentation est principalement attribuable à la constitution d'une provision de 8 MTND concernant un seul client dans le secteur immobilier.

Evolution des risques commerciaux



Dans l'ensemble, la mission de suivi de Notation estime que SIDENOR présente un risque endogène maîtrisé, loin de compromettre la continuité de ses activités. Néanmoins, il est important de souligner d'autres risques exogènes majeurs auxquels la société fait face et qu'elle se doit de maîtriser, notamment :

- Un risque d'augmentation des prix de la matière première et de change, au vu, notamment, d'une matière première importée, affectant le coût d'importation de cette dernière ;
- Le ralentissement du secteur immobilier, un secteur clé pour les produits de SIDENOR ;
- Les risques de logistique et de transport, notamment à cause de l'infrastructure portuaire locale.

## ■ THEME 4 – UNE SOUS-CAPITALISATION ET UN ENDETTEMENT A COURT TERME PERSISTANTS

Dans le cadre de l'analyse de la gestion des liquidités de SIDENOR, la mission de suivi de Notation a observé que la gestion de la trésorerie est actuellement assurée par un système d'information mis en place en 2020, auquel des extensions ont été ajoutées pour intégrer des modules supplémentaires, notamment la comptabilité et la gestion de la trésorerie prévisionnelle. Ces extensions prennent en compte les tableaux d'amortissement des crédits ainsi que les hypothèses de variation des cours de la matière première.

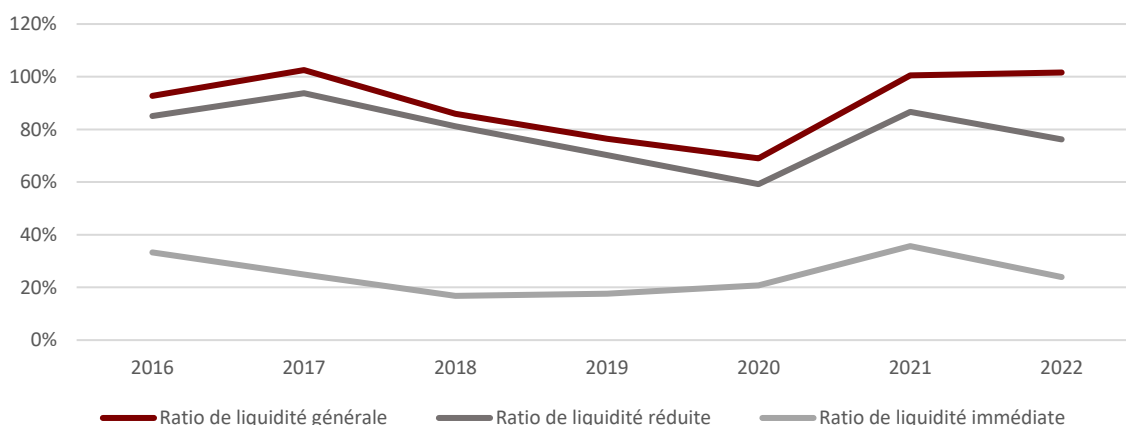
Les résultats en matière de trésorerie de SIDENOR présentent une certaine volatilité, comme en témoignent les variations des ratios de liquidité au cours des derniers exercices. Les indicateurs de liquidité du sidérurgiste maintiennent des niveaux inférieurs aux normes de référence, principalement en raison d'un niveau élevé de concours bancaires.

En effet, le ratio de liquidité générale a emprunté une tendance baissière sur la période 2018-2020, passant de 102,5% en 2017 à 69% en 2020. 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. Toutefois, l'augmentation des comptes stocks et clients, en 2022, de respectivement 47,212 MTND et 38 MTND, a conduit à une amélioration du ratio de liquidité générale qui atteint 101,6% à la fin de l'exercice 2022, démontrant un meilleur équilibre entre actifs à court terme et passifs à court terme.

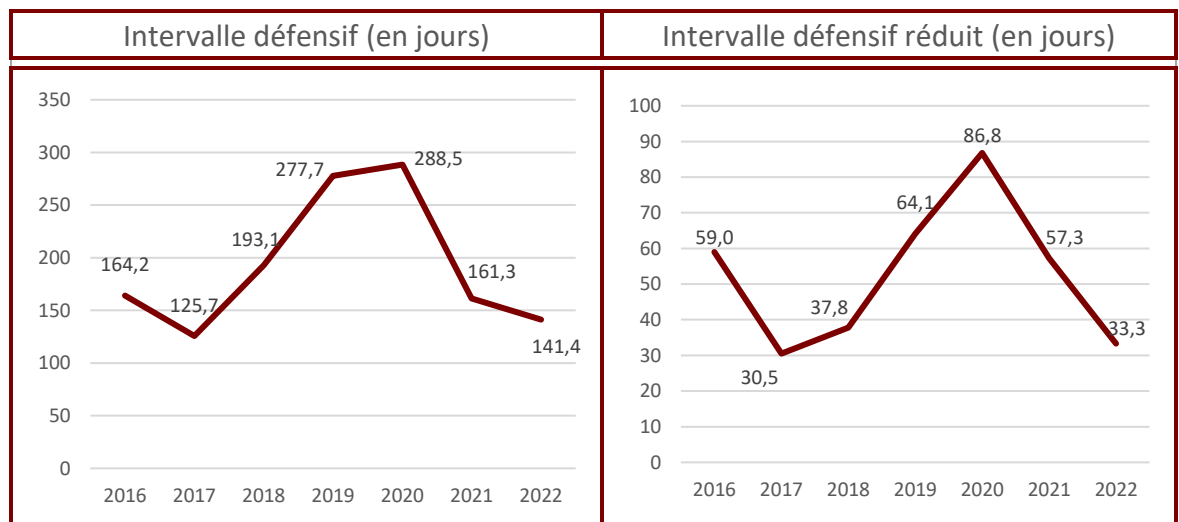
Cette tendance est également observée au niveau du ratio de liquidité réduite qui, après avoir connu une baisse sur la période 2018-2020, passant de 93,7% en 2017 à 59,2% en 2020, a démontré une hausse au cours de l'exercice suivant, pour se situer à 86,7% en 2021, avant de se contracter à nouveau à 76,2% en 2022. Ce niveau, qui demeure bien inférieur au minimum requis, témoigne de la capacité moyenne de SIDENOR à honorer ses dettes à court terme au moyen de son actif circulant hors stocks, représentant plus de 50% de l'actif à court terme.

Le ratio de liquidité immédiate, après avoir affiché une tendance haussière sur la période 2019-2021, passant de 16,8% en 2018 à 35,7% en 2021, s'est contracté sur l'exercice 2022 pour s'établir à 24%. Ces niveaux sont dus à un faible niveau de liquidité en comparaison avec une augmentation significative des passifs à court terme.

Evolution des ratios de liquidité générale, réduite et immédiate

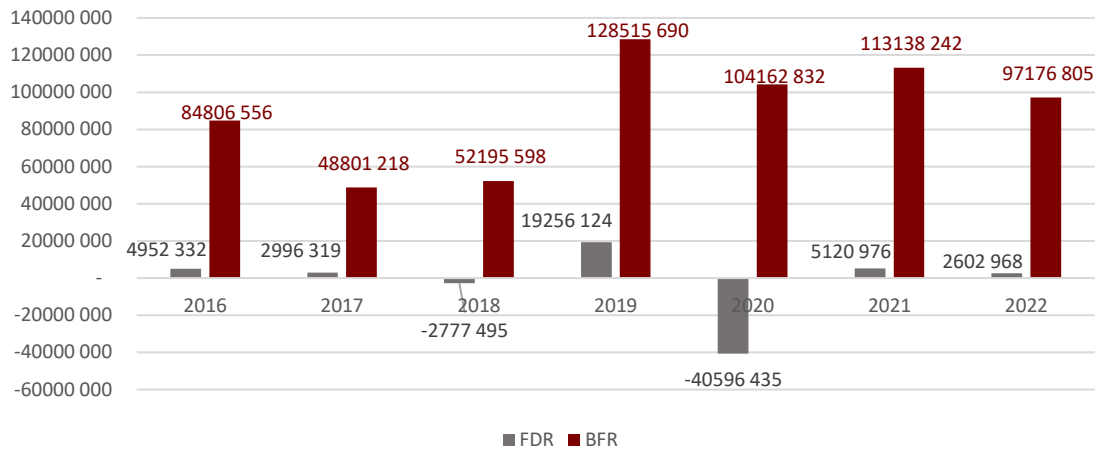


La mission de suivi de Notation constate que l'intervalle défensif de SIDENOR, ainsi que l'intervalle défensif réduit, représentant la capacité du sidérurgiste à couvrir ses charges d'exploitation respectivement à travers ses actifs circulants et sa liquidité nette disponible, présentent des tendances similaires. Ils ont suivi une trajectoire haussière de 2018 à 2020, pour, ensuite, revenir à des niveaux considérablement inférieurs sur les exercices suivants. Cette évolution s'explique, d'une part, par une forte augmentation des charges d'exploitation, passant de 135,038 MTND en 2016 à 579,867 MTND en 2022, représentant, en moyenne, 91,2% du chiffre d'affaires sur la période. Cependant, cette augmentation est proportionnelle à la croissance de l'activité et reste en phase avec les normes de l'industrie lourde. D'autre part, par une augmentation moins proportionnelle des actifs courants et des liquidités nettes en baisse. Ainsi, les nombres de jours affichés par l'intervalle défensif et l'intervalle défensif réduit, en 2022, s'établissent à respectivement 141 jours et 33 jours. Il convient, toutefois, de noter que le cycle d'exploitation de SIDENOR est relativement court, et que la société dispose d'un stock de matières premières et de produits semi-finis assez important, lui permettant de maintenir un minimum d'activité en cas de perturbation des approvisionnements.



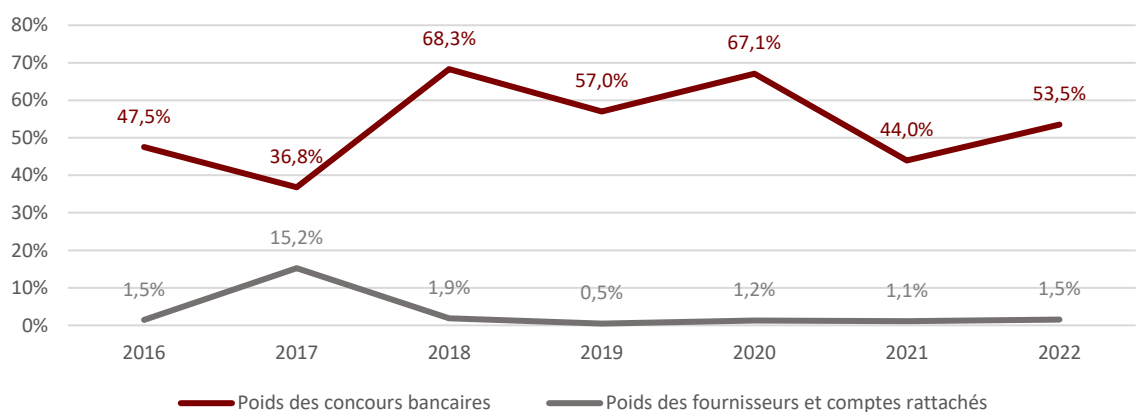
La mission considère médiane la capacité de SIDENOR à financer ses actifs immobilisés par ses capitaux permanents. Cela témoigne d'une carence de capitalisation de la société, par rapport à ses besoins de financements externes. En effet, la société présente un fonds de roulement négatif pour l'exercice 2020, résultant de l'accumulation de résultats négatifs en 2019 et 2020. Par la suite, la mission observe une légère amélioration en 2021, atteignant 5,1 MTND, avant de connaître une nouvelle baisse en 2022 pour atteindre 2,6 MTND. Cette capitalisation est accentuée en examinant le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) du sidérurgiste, qui présente des niveaux relativement élevés, atteignant 97,2 MTND en 2022. Cette situation met en lumière la structure bilancielle de SIDENOR, exposant des ressources stables insuffisantes pour financer une partie significative de ses opérations.

## Evolution du Fonds De Roulement et du Besoin en Fonds de Roulement



Du côté de la structure de la dette, la mission de suivi de Notation constate une dépendance significative vis-à-vis des concours bancaires, représentant, en moyenne, 53,5% des ressources de SIDENOR sur la période analysée. Il est, cependant, important de souligner que le financement en devises étrangères et en dinars des importations de matières premières (billetes d'acier) constitue plus de 90% du passif bancaire exigible à court terme. En revanche, le poids de la dette fournisseurs demeure à des niveaux bas, attribuables à la politique de paiement des fournisseurs.

## Evolution de la dette à court terme



Globalement, la structure bilancielle de SIDENOR présente, à date, quelques lacunes, notamment en ce qui concerne l'adéquation entre ses fonds propres et la proportion des crédits bancaires à court terme dans le financement de l'activité. Toutefois, il est important de souligner que la succession des exercices rentables de la société permet une revalorisation structurelle des fonds propres et qu'actuellement, les charges financières ne semblent pas exercer une pression trop significative sur la continuité des activités de SIDENOR (la moyenne du poids des charges financières par rapport au chiffre d'affaires sur la période d'analyse est de 8,6%).

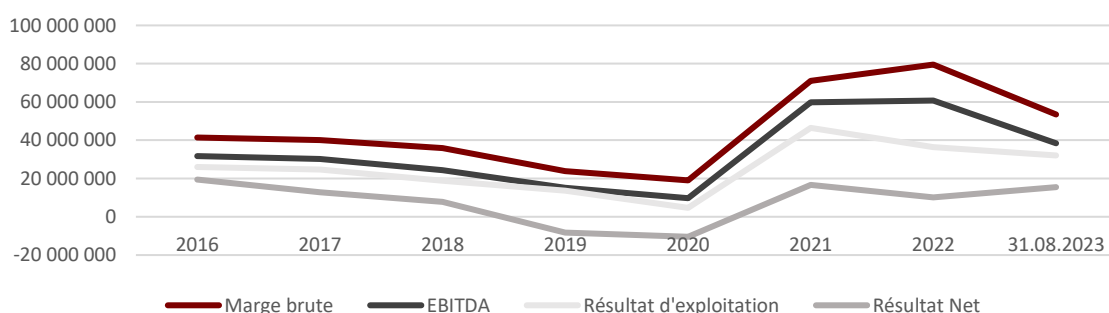
■ **THEME 5 – UNE RENTABILITE A CONSOLIDER ENTRE CROISSANCE DES VENTES ET PRESSION SUR LES MARGES**

La mission de suivi de Notation a accordé une attention particulière à l'analyse des agrégats de rentabilité de SIDENOR. L'exercice 2022 a été une année exceptionnelle pour le sidérurgiste en termes de volume d'affaires, marquée par une augmentation significative des produits d'exploitation, atteignant leur plus haut niveau historique. En effet, les produits d'exploitation sont passés de 353,598 MTND en 2021 à 616,213 MTND l'année suivante. Cette réussite découle non seulement d'une meilleure couverture du marché local, mais également d'une augmentation notable des activités à l'export. Néanmoins, les activités à l'exportation restent moins rentables pour le sidérurgiste, avec des marges plus faibles par rapport au marché local en raison d'un prix international au-dessous du prix local, combiné à des coûts de transport élevés.

La marge brute s'est élevée à 79,529 MTND en 2022, enregistrant une augmentation de 11,9% par rapport aux 71,094 MTND de l'année précédente. Cette hausse, moins proportionnelle que celle du chiffre d'affaires, a résulté en une dégradation du taux de marge brute qui est passé de 20,1% en 2021 à 12,9% en 2022, principalement attribuable à une augmentation des coûts d'approvisionnement en matière première. En effet, les achats de matières consommées ont augmenté de 87,1% en glissement annuel pour se situer à 510,201 MTND en 2022. Les achats d'approvisionnement consommés ont été multipliés par plus de 3,5, passant de 15,943 MTND pour l'exercice 2021 à 57,276 MTND pour l'exercice 2022. Cette augmentation s'explique principalement par l'inclusion des achats de SIDENOR France (filiale nouvellement constituée en France), totalisant 33,7 MTND, conjuguée à une augmentation de la consommation en énergie (électricité et gaz), qui a augmenté de 41,5%, passant de 11,942 MTND en 2021 à 16,895 MTND en 2022, résultant de l'accroissement important de la production. Au terme des 8 premiers mois de l'exercice 2023, la marge brute du sidérurgiste s'est établie à 53,426 MTND, soit un taux de marge brute de 15,1%.

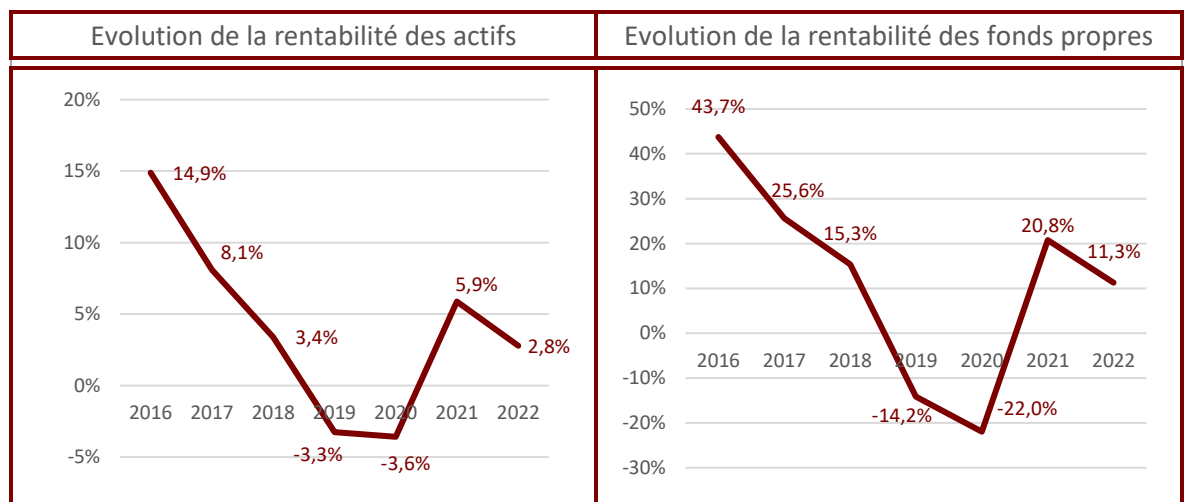
Ainsi, les charges d'exploitation représentent 94,1% du chiffre d'affaires à la clôture de l'exercice 2022 contre 86,9% l'exercice précédent. Cette proportion a impacté le résultat d'exploitation qui, malgré l'augmentation importante du chiffre d'affaires, a chuté de 21,7% en rythme annuel à 36,346 MTND. Du côté du résultat net, la mission de suivi de Notation constate la persistance de la tendance du résultat d'exploitation. Malgré une réduction des charges financières de 18,5%, le résultat net a diminué de 38,9%, s'établissant à 10,134 MTND. Au 31.08.2023, le résultat d'exploitation et le résultat net se sont élevés à respectivement 32 MTND et 15,418 MTND.

Evolution des agrégats de rentabilité



La mission de suivi de Notation a observé que SIDENOR présente une certaine carence dans la génération de rentabilité de ses actifs au cours des derniers exercices, avec un ROA s'établissant à 2,8% en 2022, malgré une reprise des activités l'année précédente qui avait porté le ROA à 5,9%.

Cette baisse est attribuable à la contraction du résultat net au cours du dernier exercice clos. De manière similaire à celle de l'actif, la rentabilité des fonds propres a également enregistré un recul au cours de la dernière période, affichant un taux de 11,3% comparé à 20,8% un an plus tôt. Cette diminution est également imputable à la baisse du résultat net.



La diminution de la rentabilité nette de SIDENOR en 2022, malgré la croissance significative du chiffre d'affaires, s'explique principalement par deux facteurs majeurs. Tout d'abord, l'entreprise a dû prendre en charge les achats de sa filiale française, entraînant une charge supplémentaire de 33 MTND. De plus, l'augmentation des dotations, résultant de la constitution d'une provision de 8 MTND, a pesé sur le résultat de l'exercice. Ainsi, un ajustement de ces deux éléments liés à des circonstances exceptionnelles permettrait de réconcilier l'augmentation du résultat net avec la croissance du chiffre d'affaires. En outre, il convient de rappeler que la rentabilité de la société a pu tirer avantage d'un effet largement favorable de variation de stock (30,793 MTND). Ainsi, il est important de mettre l'accent sur les facteurs inhérents à l'activité opérationnelle de l'entreprise et à sa capacité de maîtriser ses charges, afin de démontrer, sur les mois à venir, une rentabilité à l'image des potentialités commerciales de la société.

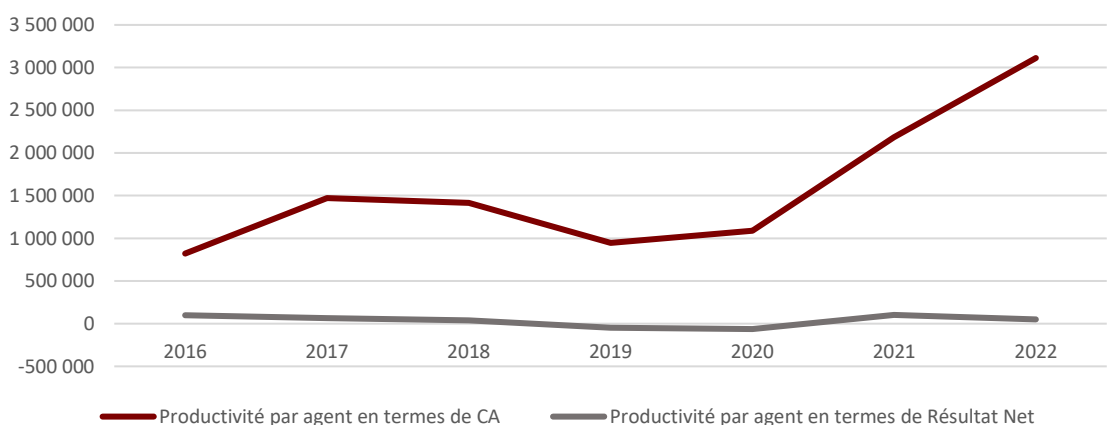
■ **THEME 6 – UNE GOUVERNANCE STABILISEE ET UN EQUILIBRE A TROUVER, ENTRE MARCHE LOCAL ET MARCHES ETRANGERS**

L'année 2022 et le début de 2023 ont été marqués par des changements significatifs au sein de SIDENOR, notamment dans la restructuration de ses activités internationales. Cela s'est concrétisé par la création d'une équipe composée de collaborateurs tunisiens et sénégalais, spécifiquement dédiée à la filiale sénégalaise FERCO. Parallèlement, dans une optique de rationalisation fiscale, le bureau basé à Monaco a été transformé en filiale.

Dans le cadre d'une démarche continue visant à améliorer ses pratiques comptables et à renforcer la transparence financière de l'ensemble de ses entités, le management envisage la mise en place prochaine d'états financiers consolidés couvrant l'ensemble des filiales de SIDENOR. Cette initiative a pour objectif de fournir une vision d'ensemble cohérente et unifiée de la performance financière du groupe, permettant, ainsi, une gestion plus efficace et une communication transparente avec les parties prenantes. En outre, des changements ont également été opérés au niveau de la Direction Générale. Afin de solutionner la problématique du départ à la retraite du directeur d'usine, une transition a été effectuée vers un modèle de collaboration assurant la continuité de sa présence et de son apport stratégique pour la société.

En ce qui concerne la productivité par agent, la mission de suivi de Notation a observé une amélioration significative pour l'exercice 2022 par rapport aux exercices précédents. Cela se manifeste par une augmentation de 42,6% de la productivité par agent en termes de chiffre d'affaires, passant de 2,182 MTND en 2021 à 3,112 MTND l'année suivante. Cette progression est principalement attribuable à une augmentation conséquente du chiffre d'affaires, passant de 353,598 MTND en 2021 à 616,213 MTND l'année suivante. Cependant, en ce qui concerne la productivité en termes de Résultat Net, la mission a constaté une baisse significative due à la diminution du résultat de l'exercice 2022 de 38,9%, couplée à une hausse de l'effectif (198 en 2022 contre 162 une année auparavant), entraînant une productivité par agent de 0,051 MTND contre 0,102 MTND l'année précédente.

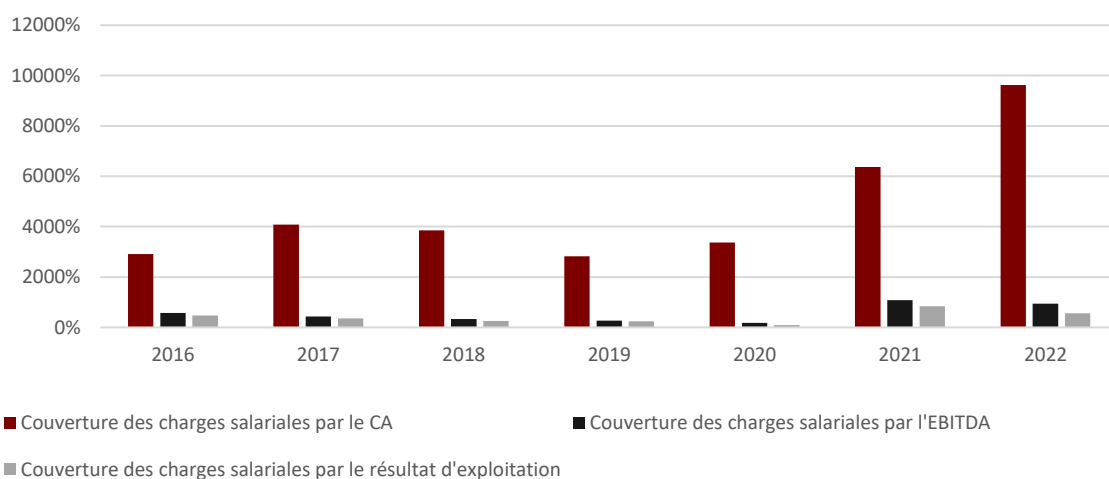
Evolution de la productivité en termes de chiffre d'affaires et de Résultat Net





La mission de suivi de Notation constate que SIDENOR maintient des niveaux appréciables en termes de capacité à couvrir ses charges salariales par le chiffre d'affaires, l'EBITDA et le résultat d'exploitation. Cette situation est d'autant plus remarquable que l'activité de la société ne génère pas de charges de personnel substantielles, contrairement aux coûts liés à l'achat de matières premières, qui représentent plus de 92% du total des charges d'exploitation.

Taux de couverture des charges salariales par l'activité



Globalement, la mission de suivi de Notation constate des améliorations significatives sur de nombreux aspects cruciaux pour la pérennité et la croissance des activités de SIDENOR. Sur le plan de la production, le sidérurgiste a manifesté une volonté constante d'amélioration, que ce soit en augmentant sa capacité de production ou en cherchant à optimiser ses coûts opérationnels.

L'entreprise a également renforcé sa présence à l'international en adoptant des stratégies adaptées à chaque marché, telles que la création de filiales et la recherche de partenariats stratégiques. Concernant la gestion des risques, SIDENOR a identifié les défis potentiels et a pris des mesures proactives pour y faire face.

Cependant, malgré ces progrès notables, des carences subsistent au niveau de la structure financière de SIDENOR. La sous-capitalisation de l'entreprise par rapport à ses besoins de financements externes, ainsi que ses niveaux de liquidité demeurent des défis stratégiques pour la période à venir.

En conclusion, bien que SIDENOR ait réalisé des avancées notables, la mission de suivi de Notation recommande une vigilance continue pour renforcer la structure financière et optimiser la rentabilité et le positionnement de la société sur le marché local et à l'export.



## FACTEURS DE NOTATION – SIDENOR

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

## PERSPECTIVE ET ÉVOLUTION DES PARAMÈTRES DE NOTATION

NOTATION	PERSPECTIVE
BBB+	Stable

PARAMÈTRES D'AMÉLIORATION DE LA NOTE	PARAMÈTRES DE DÉGRADATION DE LA NOTE
Maintien de la dynamique de l'activité	Maîtrise des coûts d'approvisionnement
Développement de l'activité export	Amélioration de la capacité de génération de cash
Assouplissement du cadre réglementaire	Synergies managériales
Reprise de la hausse de la rentabilité	Ralentissement du secteur immobilier
Renforcement de l'autonomie financière	Evolution du cours du TND par rapport aux monnaies de référence

FACTEURS D'AMÉLIORATION
Renforcement de la stratégie commerciale sur les marchés étrangers
Diversification des marchés étrangers
Optimisation de la structure de l'endettement
Consolidation des fonds propres

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

*Pronoida By Reckon*