

Rédigé le 22/06/2023

SAH Lilas : une montée à pas de géant !

Plan de la note de recherche

- I- Points clefs
- II- Présentation du Groupe SAH Lilas
- III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022
- IV- Perspectives d'avenir & prévisions
- V- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

Avertissement

« Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de Tunisie Valeurs à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant Tunisie Valeurs ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de cette valeur.

Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation ».

SAH Lilas : une montée à pas de géant !

I- Points clefs

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Chiffre d'affaires	440,4	560,1	624,6	670,5	868,8	973,0
<i>Progression</i>	-	27,2%	11,5%	7,4%	29,6%	12,0%
Marge brute	113,6	208,2	261,4	272,7	331,8	374,6
Taux de marge brute	25,8%	37,2%	41,8%	40,7%	38,2%	38,5%
EBITDA	62,1	81,3	110,3	102,4	134,9	155,6
<i>Progression</i>	-	30,9%	35,7%	-7,2%	31,8%	15,3%
Marge d'EBITDA	14,1%	14,5%	17,7%	15,3%	15,5%	16,0%
Résultat net part du groupe	22,8	23,0	30,6	16,2	35,3	42,5
<i>Progression</i>	-	0,8%	33,4%	-47,0%	117,8%	20,4%
Marge nette	5,2%	4,1%	4,9%	2,4%	4,1%	4,4%

Sources: états financiers consolidés de SAH Lilas et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ **Tous les clignotants sont au vert pour le Groupe SAH Lilas. Le champion national des produits d'hygiène a publié au titre de l'exercice 2022 des résultats d'excellente facture alliant croissance et rentabilité. Le management y a surperformé les prévisions de son business plan dévoilées lors de l'Assemblée Générale Ordinaire du 20 Juillet 2022.**

♦ **SAH confirme ses prévisions de croissance pour l'année 2023. En dépit d'un contexte macroéconomique qui reste incertain, le Groupe continue d'évoluer grâce à la notoriété de ses marques et sa diversification géographique ainsi qu'aux efforts continus en matière d'innovation, soutenus par les investissements et une meilleure exécution au niveau de ses canaux de distribution locaux et régionaux. La consolidation du niveau d'activité de la filiale Azur Papier suite à la confirmation de sa deuxième ligne de production de l'ouate de cellulose, et la conquête de nouveaux clients à l'étranger, seront des facteurs favorables à l'augmentation du chiffre d'affaires Groupe pour l'année 2023 et les exercices d'après. L'évolution de part et d'autre des charges d'exploitation par l'effet de la croissance des volumes produits et le contrôle des coûts opérationnels par le biais des plans d'optimisation et de productivité envisagés, seront de nature à améliorer le niveau général des indicateurs de performance du Groupe pour les années à venir.**

♦ **L'amélioration de la rentabilité des investissements déjà réalisés par l'effet de la réduction progressive de la partie fixe de leurs structures de coûts et le complément de rentabilité dégagé par les nouveaux investissements, en l'occurrence le business des détergents et cosmétique, feront que la capacité bénéficiaire globale ne cessera de s'améliorer année après année.**

Prix* : 9,880Dt

Acheter (+)

Actionnariat**

JM HOLDING*** : 52,1%

ECP : 5,5%

Autres actionnaires : 42,4%

Capitalisation boursière*:
807MDt

Ratios boursiers*:

PER 2023e: 19,0x

VE/EBITDA 2023e: 8,6x

Dividend yield 2023: 3,3%

Performance 2023: +8,6%

ROE 2022: 10,7%

* Données au 22 Juin 2023.

** Au 20 Juillet 2022.

*** Holding codétenu par Mme Jalila MEZNI et le fonds d'investissement RMBV.

« Le Groupe SAH confirme ses prévisions de croissance pour l'année 2023. En dépit d'un contexte macroéconomique qui reste incertain, le Groupe continue d'évoluer grâce à la notoriété de ses marques et sa diversification géographique ainsi qu'aux efforts continus en matière d'innovation, soutenus par les investissements et une meilleure exécution au niveau de ses canaux de distribution locaux et régionaux »

SAH Lilas : une montée à pas de géant !

♦ **La stratégie de croissance du Groupe sur les prochaines années serait basée sur la diversification de son mix produits afin d'assurer un équilibre optimal en termes de marges. L'importance des volumes de production et les gains en productivité que le Groupe saurait réaliser sur ses filiales Azur Papier et Azur Détergent devraient, entre autres, jouer un rôle très important dans la réalisation des prévisions de croissance organique sur les quatre prochaines années.**

♦ **Dans une conjoncture malmenée par la crise, le titre SAH Lilas représente une opportunité d'investissement intéressante à bien des égards. Il s'agit d'une valeur défensive et de croissance, d'une valeur internationale et d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels en quête de « Blue chips ».**

♦ **SAH Lilas continue à distribuer des dividendes, envoyant un signal fort au marché que le Groupe est bien disposé à entamer une phase de génération de cash-flows, et de désendettement et qu'il est sur le point de récolter les fruits de ses investissements dans les prochaines années. Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur la valeur.**

II- Présentation du Groupe SAH Lilas

▪ Créée en 1994 par Mme Jalila MEZNI, la société SAH (Société d'Articles Hygiéniques) est l'un des fleurons de l'économie tunisienne. Initialement lancée dans la fabrication des serviettes hygiéniques sous la marque 'Lilas', la société a connu un développement considérable au fil des années. Récoltant les fruits d'une stratégie d'expansion régionale, de diversification et d'intégration en amont, SAH Lilas est

aujourd'hui à la tête d'un Groupe panafricain, fortement intégré de onze sociétés qui opèrent dans trois lignes de métiers:

1) La production de produits d'hygiène et papier

▪ Cœur de métier du groupe, l'activité d'hygiène et papier est assurée par la société mère (implantée en Tunisie) et par des filiales industrielles (Algérie, Libye, Côte d'Ivoire et Sénégal) et commerciales (Algérie et Maroc). Sur cette ligne de métier, SAH Lilas offre une gamme complète de produits: le papier hygiénique, (papier toilette, papier mouchoirs, serviette de table, essuie-tout...), les produits d'hygiène féminine, les couches bébé, les produits d'hygiène adulte et les lingettes. Les installations industrielles du Groupe en dehors de la Tunisie ont permis d'accélérer la couverture régionale de SAH. Le Groupe a réussi, en effet, à établir une plateforme en Côte d'Ivoire et au Sénégal pour servir les marchés voisins de la zone UEMOA.

▪ Sur la ligne des produits d'hygiène et papier (toute la gamme hygiène i.e. bébé, féminine, adulte et la gamme papier), SAH Lilas se positionne parmi les leaders sur les marchés tunisien, libyen, mauritanien et congolais avec une forte présence en Algérie et au Gabon.

2) La production d'ouate de cellulose

▪ Afin de sécuriser les approvisionnements du Groupe dans le métier des produits d'hygiène et papier et de maîtriser la qualité de l'ouate de cellulose, le Groupe s'est lancé dans la production de cette matière première essentielle depuis 2013 à travers sa filiale Azur Papier. Cette entité couvrirait initialement 70% des besoins du Groupe.

▪ La première ligne d'ouate de cellulose ayant atteint la pleine capacité depuis 2019, le Groupe a investi dans une 2^{ème} ligne de production d'une capacité d'une fois et demie l'ancienne ligne pour un coût total de 86 millions de dinars.

SAH Lilas : une montée à pas de géant !

- Cette deuxième ligne de production d'ouate de cellulose est entrée en production depuis Février 2021. Une part de 40% de la production de cette deuxième ligne est destinée aux besoins du Groupe. Le reliquat est écoulé hors Groupe notamment sur les marchés export. Au-delà des bienfaits de cette stratégie d'intégration sur les marges, l'activité de production d'ouate de cellulose constitue aujourd'hui un véritable centre de profit pour le Groupe.

3) La production de détergents

- Benjamine du Groupe, l'activité de production des détergents a été lancée en 2016, par la création de la filiale Azur Détergent. Le Groupe détient actuellement 72% du capital de cette entité. Le reliquat est détenu par des SICAR.

- Il va sans dire que le Groupe a vu dans les détergents un relais de diversification naturel à son métier de base mais les raisons à ce tournant stratégique sont multiples: 1) vouloir se positionner dans un marché peu structuré à fort potentiel en Tunisie avec une importante composante informelle, 2) exploiter des synergies logistiques, opérationnelles et commerciales avec l'activité d'hygiène et papier 3) atteindre une taille critique sur tous les segments de marché des produits d'hygiène et 4) développer à long terme l'export pour assurer une couverture contre le risque de change et préserver les marges à l'échelle du Groupe.

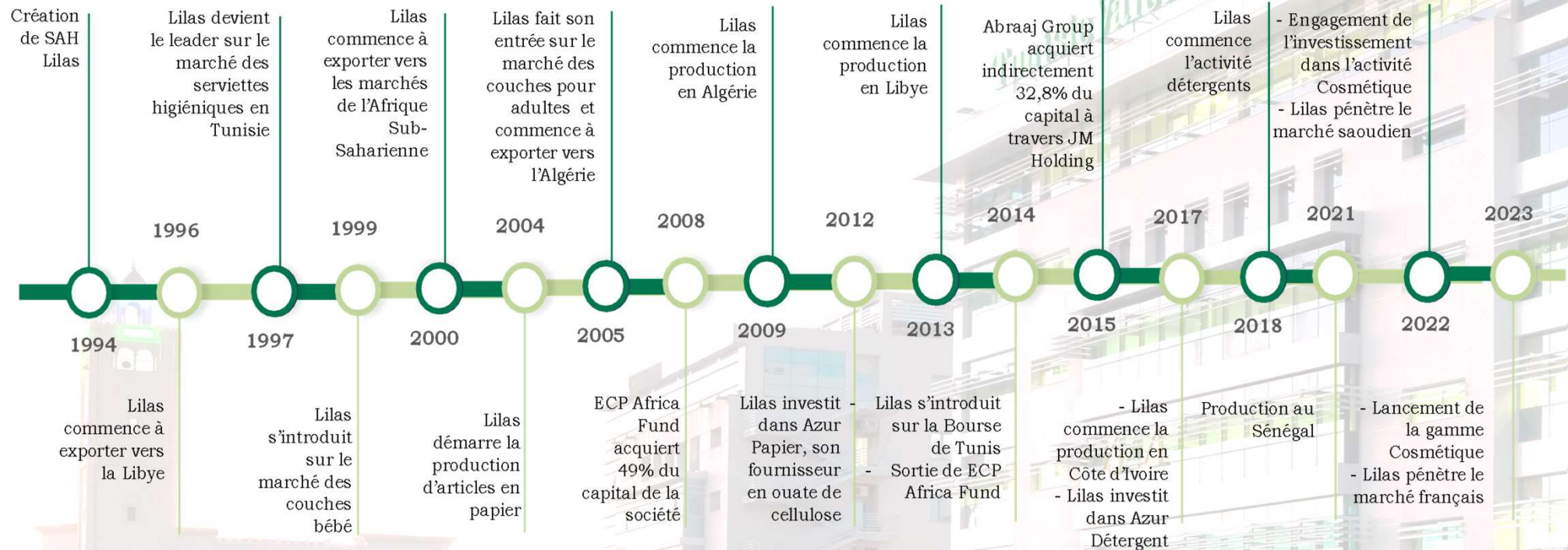
- Opérationnelle depuis Juillet 2019, l'activité des détergents a connu un succès commercial important. Dès le lancement de cette activité, SAH Lilas a proposé une offre complète de produits haut de gamme comprenant: l'eau de javel, les détergents poudre (main et machine) et les détergents liquides (main et machine).

- Le Groupe prend, désormais, un nouveau virage stratégique en comptant se lancer dans la fabrication des produits cosmétiques. Localisée à Zeriba, Zaghouane, l'usine de la nouvelle filiale dédiée à cette ligne de métier et dénommée Azur Industrie Cosmétique. Elle devrait coûter la somme de 70MDt et elle sera dotée d'une capacité de production de 25 mille tonnes par an. Elle sera spécialisée, dans un premier temps, dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après shampoing, du gel douche, du déodorant et du dentifrice. L'investissement de 70MDt comprend, également, le coût de la création d'une unité de fabrication d'emballages en plastique pour les besoins du Groupe pour les activités cosmétique et détergents d'où la création de la nouvelle filiale Azur d'articles plastiques en 2021. En se lançant dans les produits cosmétiques, le Groupe SAH vise un triple objectif : i/ exploiter les synergies existantes à savoir le réseau de distribution, le savoir-faire industriel et la complémentarité avec les produits détergents, ii/ exploiter la notoriété de la marque Lilas et iii/ atteindre de nouveaux consommateurs en pénétrant un nouveau marché.

- SAH Lilas dispose aujourd'hui de plus de 300 références produits toutes activités confondues. Le Groupe réalise 39,1% de son chiffre en dehors de la Tunisie. Il jouit d'une dimension internationale indéniable et d'une couverture géographique diversifiée (une vingtaine de pays en Afrique et trois pays dans la région MENA à savoir le Qatar, l'Arabie Saoudite et le Liban). Il est l'unique acteur indépendant ayant des sites de production dans 5 pays africains (Tunisie, Algérie, Libye, Côte d'Ivoire et Sénégal). Notons qu'un site de production additionnel sera implanté dans les prochaines années en Afrique de l'Est (au Kenya).

SAH Lilas : une montée à pas de géant !

- Après avoir ouvert 20% du capital au public au moment de l'introduction, le flottant du capital a progressé graduellement pour dépasser 40%. Une proportion dont les étrangers constituent une partie non négligeable (de 6,4%). Le titre est prisé par les investisseurs étrangers pour sa dimension continentale et sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement.

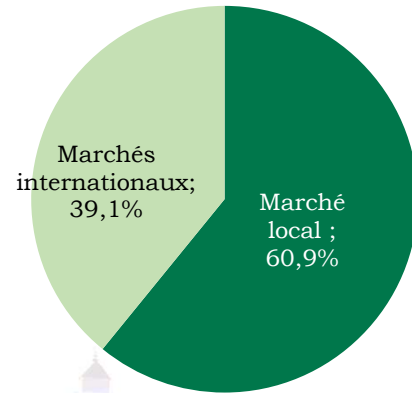


« Le développement des activités détergents et cosmétique s'inscrit dans le cadre d'une stratégie de diversification qui capitalise sur le circuit de distribution bien rodé du Groupe et qui cible à long terme des marchés à l'export »

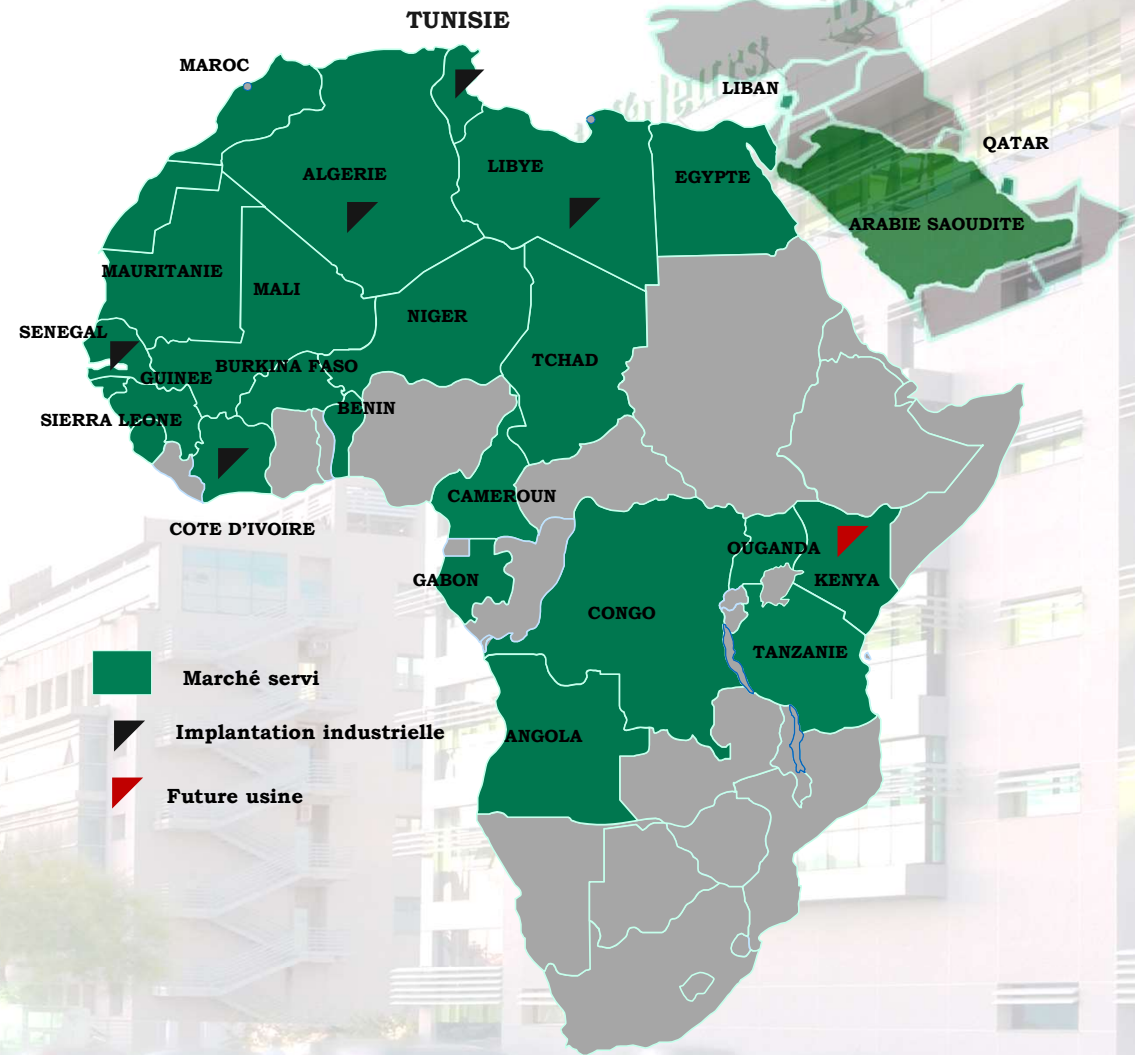
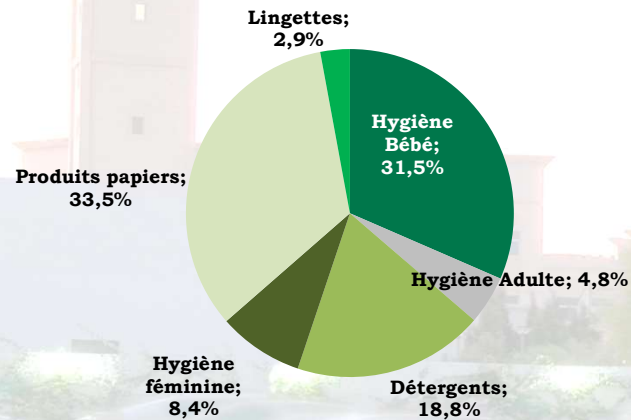
SAH Lilas : une montée à pas de géant !

Présence géographique commerciale et industrielle du groupe SAH Lilas (2022)

Répartition géographique des revenus (2022)

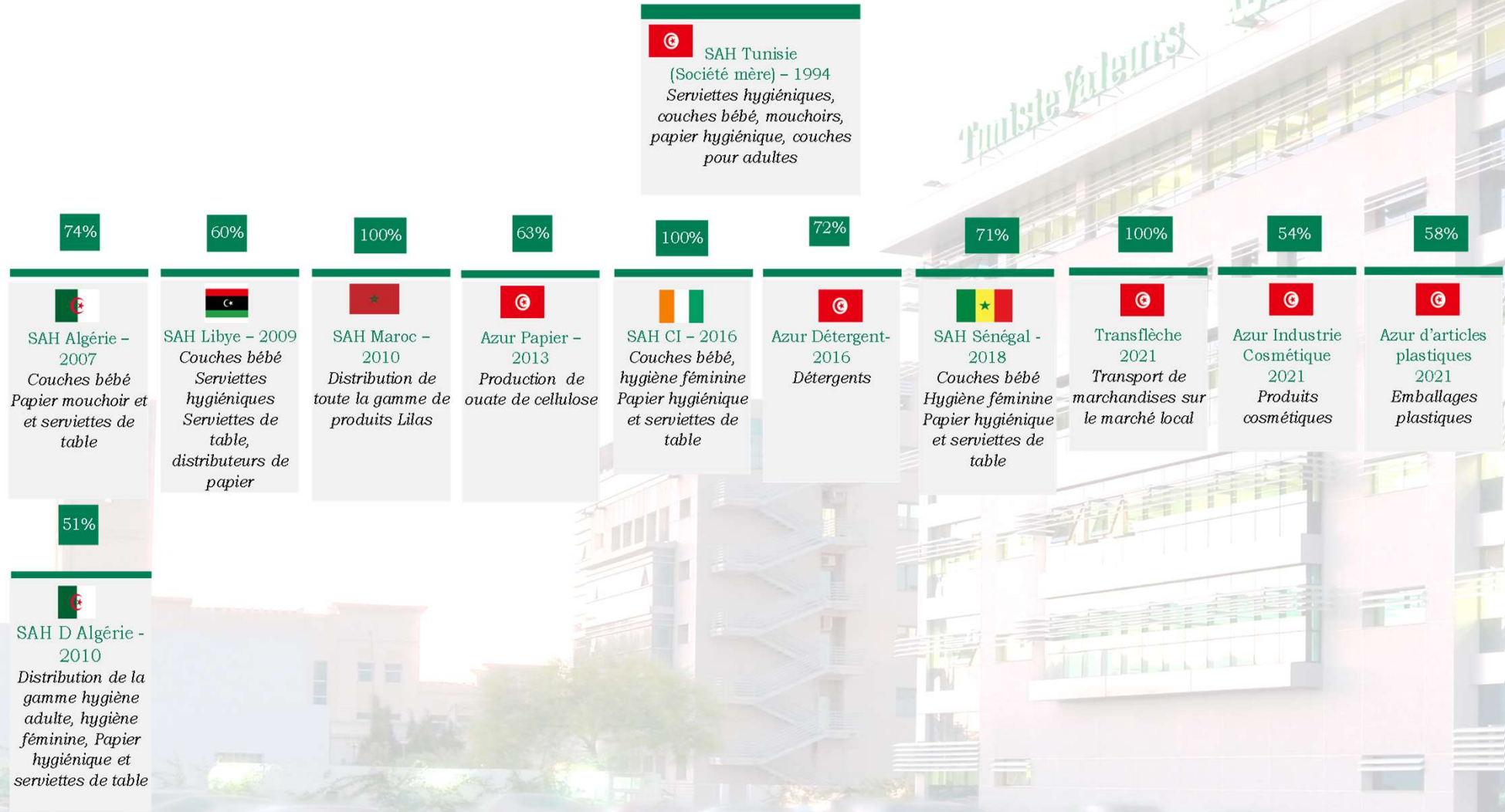


Répartition des revenus par gamme de produits (2021)



SAH Lilas : une montée à pas de géant !

Périmètre du Groupe SAH Lilas (2022)



SAH Lilas : une montée à pas de géant !

III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022

- 2022 a été l'année de retour aux standards de performance pour le Groupe SAH Lilas. L'amélioration de la performance commerciale, locale et régionale et les gains réalisés en termes de productivité ont concouru à la réalisation des objectifs du management. **Les retards affichés en matière de performance financière durant l'exercice 2021 ont été largement rattrapés. Certaines filiales ont plus que doublé leurs résultats ce qui a favorablement contribué à la capacité bénéficiaire du Groupe.**
- Le champion national des produits d'hygiène a vu son chiffre d'affaires s'envoler de 29,6% à 868,8MDt, surperformant ainsi de 20% les prévisions du business plan dévoilé en Juillet 2022. Les ventes régionales du Groupe ont amplement contribué à cette performance puisqu'elle se sont envolées de 46,4% à 337,7MDt. Les revenus de la société mère se sont, également, bien comportés s'engraissant de 20% à 483,7MDt. L'augmentation des revenus consolidés a été, également, tirée par Azur Papier (spécialisée dans la production d'ouate de cellulose) dont les revenus (retraités des ventes inter-groupe) ont atteint 106,4MDt à fin Décembre 2022. Une telle croissance est expliquée, entre autres, par l'entrée en exploitation de la deuxième ligne d'Azur Papier. Les ventes nettes d'Azur Détergent ont atteint 167,6MDt, soit une croissance globale de 18,3%. Aussi, les exportations totales de détergents ont plus que doublé entre 2021 et 2022. La reprise de croissance des ventes de la filiale libyenne se confirme avec une augmentation globale annuelle des revenus à 52,3% au 31 Décembre 2022 comparée à 2021. Les ventes de SAH Algérie ont atteint 52,5MDt, soit une croissance annuelle de 17,8% représentant ainsi 6,1% des ventes du groupe.

Les ventes des filiales sub-sahariennes, SAH Côte d'Ivoire et SAH Sénégal ont augmenté de 8,6% et 98,6%, respectivement au 31 Décembre 2022 par rapport au 31 Décembre 2021.

- La répartition des revenus nets consolidés (retraités des ventes inter-groupe) par filiale montre que SAH Tunisie contribue à hauteur de 55,8%, suivie par Azur Détergent et Azur Papier dont les ventes représentent 19,4% et 12,3% des ventes globales, respectivement.
- Le Groupe a affiché une évolution contrastée au niveau de ses marges en 2022. Alors que le taux de marge brute a reculé de 2,5 points de pourcentage à 38,2%, se ressentant de la hausse des prix des matières premières non répercutées intégralement sur les prix de vente, la marge d'EBITDA a affiché une résistance salutaire face aux aléas de la conjoncture. Récoltant les fruits des efforts de maîtrise des charges (notamment de la masse salariale qui a progressé de près de 12% seulement à 76,7MDt, soit un rythme bien inférieur à celui du chiffre d'affaires), la marge d'EBITDA a inscrit une avancée de 0,3 point de pourcentage à 15,5%.
- En 2022, le Groupe a atteint un nouveau palier de rentabilité opérationnelle. L'EBITDA consolidé s'est hissé de 31,8% à 134,9MDt (contre un niveau budgétisé de 125,2MDt) et le résultat d'exploitation a inscrit une augmentation soutenue de 59,9% à 81,6MDt.
- Sur l'année écoulée, le Groupe a tant bien que mal maîtrisé ses charges financières nettes. Malgré le contexte haussier des taux en Tunisie et dans les marchés où le Groupe est implanté, ces dernières ont baissé de -5,3% à 37,4MDt, profitant notamment d'une accalmie au niveau des pertes de change (les pertes de change nettes sont revenues de -5,3MDt en 2021 à -1,7MDt en 2022).

SAH Lilas : une montée à pas de géant !

La bonne orientation de l'activité d'exploitation et la maîtrise des charges ont valu à SAH de consolider significativement sa rentabilité. Le Groupe a dégagé, au terme de 2022, un résultat net part du Groupe de 35,3MDt (contre 16,2MDt en 2021), un niveau en ligne avec les prévisions du management.

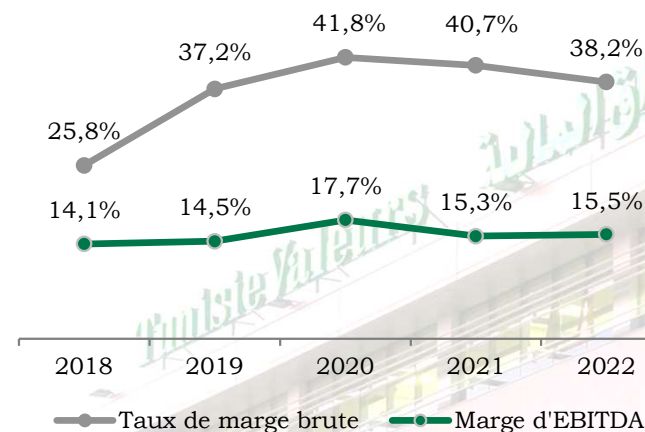
A cause du poids industriel grandissant du Groupe qui n'a cessé de réaliser des investissements additionnels sur les dernières années pour lancer de nouvelles activités et monter en capacité (des investissements de 338MDt sur la période 2018-2022), SAH continue à manifester un fort appétit à l'endettement. En 2022, la dette nette (ajustée de l'escompte) a cru de 18,2% à 484,7MDt, soit un gearing de 122,7% contre 97,5% en 2020. **Toutefois, ce niveau d'endettement nous semble peu alarmant. Les fondamentaux du Groupe restent solides et la montée en régime des nouveaux investissements devrait permettre de doper davantage les cash-flows et de désendetter le bilan du Groupe dans les prochaines années.**

Dans le cadre de sa politique RSE, le Groupe SAH Lilas s'engage à réduire l'empreinte environnementale de ses opérations à mesure que le Groupe croit. Les principales actions menées par SAH Lilas à cet égard sont:

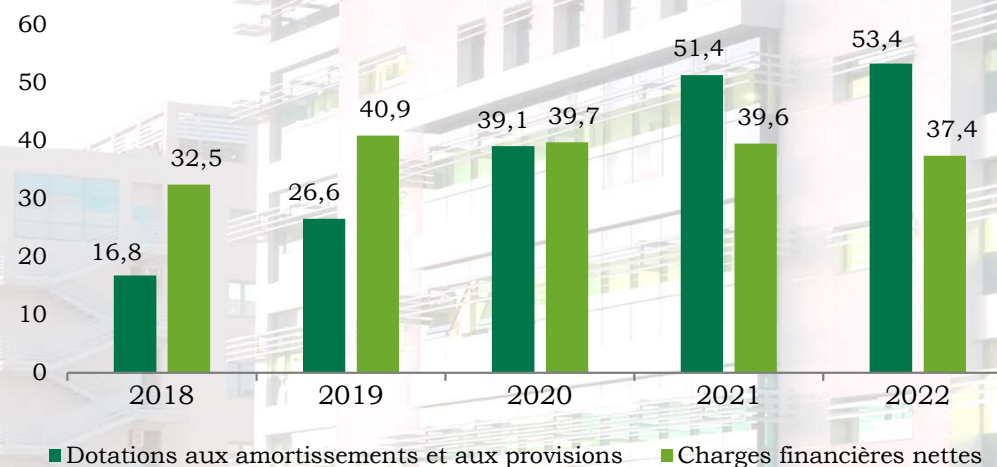
1) La construction de deux stations de traitement des eaux usées dans deux sites de production différents. La mise en place d'une troisième station est en cours de validation. Le Groupe compte, également, construire quatre bassins de collecte des eaux pluviales.

« La politique RSE est au centre de la stratégie de développement du Groupe SAH »

Evolution des marges consolidées



Evolution des dotations aux amortissements et aux provisions et des charges financières nettes (chiffres consolidés en MDt)



Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022
Cash-Flow d'exploitation	- 53,1	30,2	67,8	51,8	11,3
Investissements	72,4	119,1	72,1	33,1	41,4
Free Cash-Flow	- 125,5	- 88,9	- 4,2	18,7	- 30,1
Dette nette ajustée	284,7	322,8	382,4	410,0	484,7
Gearing	101,7%	85,5%	97,5%	112,4%	122,7%
ROE	9,5%	5,9%	7,2%	3,2%	10,7%
ROCE	10,6%	9,3%	9,5%	5,5%	9,8%

SAH Lilas : une montée à pas de géant !

2) La collecte et la transformation du plastique d'emballage. 15% du plastique recyclé est incorporé dans les emballages grâce au traitement des déchets en plastique.

3) L'utilisation du papier recyclé. Environ 40% de la production des produits d'hygiène papier du Groupe est basée sur le papier recyclé.

4) La mise en place d'un système de cogénération pour récupérer la chaleur résiduelle de l'électricité existante ce qui permet de réduire jusqu'à 35% les pertes d'énergie et de baisser les émissions de CO₂ dans l'atmosphère. Il est à noter qu'un projet est, actuellement, à l'étude pour diviser par deux la consommation d'électricité du Groupe dans les cinq prochaines années (hausse de la capacité de production de la cogénération de 9MW actuellement à 15MW).

5) La destruction des déchets toxiques. Le Groupe SAH a signé des accords avec des organismes certifiés pour la collecte, le traitement et la destruction de tous les déchets toxiques.

IV- Perspectives d'avenir & prévisions

- Après avoir consolidé son leadership en Tunisie, en Libye, en Mauritanie et au Congo, SAH Lilas s'est lancé de nouveaux défis : l'expansion régionale, la diversification des activités, l'intégration en amont, la montée en capacité, le projet logistique et la productivité et l'efficacité énergétique.

1/ L'expansion régionale : Après le lancement réussi des filiales algérienne et libyenne, SAH Lilas a prouvé sa capacité à s'introduire et à établir des capacités industrielles dans de nouveaux marchés (le marché ivoirien et le marché sénégalais). Le but de ces investissements est de renforcer la présence du Groupe dans la région UEMOA et de bénéficier de la forte croissance économique dans ces pays.

- Après l'Afrique de l'Ouest, SAH Lilas compte, renforcer sa présence en Afrique de l'Est. Pour ce faire, le management compte développer, dans les prochaines années, un site de production de couches bébé et d'articles d'hygiène féminine au Kenya destiné au marché local et aux marchés voisins (Tanzanie et Ouganda), profitant de : 1) l'urbanisation rapide de la région et 2) la relance économique grâce à la poursuite des projets d'infrastructure.

- **Par ailleurs, et après son entrée réussie sur le marché saoudien en 2022, Lilas poursuit la conquête de nouveaux marchés à travers la pénétration du marché français où SAH commence à vendre sous sa propre marque des produits d'hygiène dans la grande distribution. A noter que le marché français constitue un potentiel significatif compte tenu de la taille, du pouvoir d'achat et du niveau des prix.**

2/ La diversification des activités : Prenant conscience de la croissance limitée du marché local sur les activités historiques, le management a pris le virage du métier des détergents en capitalisant sur la forte notoriété de la marque Lilas et le large réseau de distribution du Groupe. Ce projet fortement capitalistique a commencé à porter ses fruits depuis Juillet 2019 et a permis au Groupe de se tailler une bonne part de marché en l'espace de deux ans et demi d'activité. Le Groupe a pour stratégie de servir le marché local dans un premier temps et de pénétrer les marchés d'export dans un deuxième temps.

- La société s'attend à ce que ses ventes à l'export augmentent considérablement en Afrique subsaharienne compte tenu de la forte demande au Congo, au Gabon, au Burkina Faso et en Mauritanie.

SAH Lilas : une montée à pas de géant !

- En tant que nouvel entrant dans le marché des détergents, Lilas compte investir dans la communication en vue de fortifier son positionnement haut de gamme sur le marché. Une fois son positionnement sur les détergents consolidé, le Groupe aura une plus grande latitude à rehausser ses marges.

- Le Groupe entame, désormais, une nouvelle page de son histoire, en comptant se lancer dans la fabrication des produits cosmétiques. **La nouvelle usine dédiée à cette ligne de métier a été déjà construite et elle entrera en exploitation fin 2023 - début 2024, selon le management.** Elle sera spécialisée, dans un premier temps, dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après shampoing, du gel douche, du déodorant et du dentifrice. Ensuite, le management compte percer le créneau des produits parapharmaceutiques comme les crèmes pour le visage et la peau. La nouvelle usine sera certifiée aux normes internationales et ciblera un positionnement « *premium* ». La nouvelle unité « Cosmétique » devrait générer un chiffre d'affaires de 100MDt à 120MDt pour sa première année pleine d'exploitation.

3/ L'intégration en amont: Etant opérationnel depuis Février 2021, l'investissement dans une deuxième ligne d'ouate de cellulose permettra au Groupe de sécuriser ses approvisionnements et d'exporter le surplus de production. La stratégie d'intégration en amont devrait générer un effet de levier sur les marges du Groupe dans les prochaines années.

4/ La montée en capacité: Le management compte installer de nouvelles lignes de production d'essuie-tout en Libye et au Sénégal. SAH envisage, également, d'installer une nouvelle ligne de production de couches bébé au Sénégal et en Libye. En Tunisie, une nouvelle machine pour la production de lingettes est entrée en exploitation en Décembre 2022 et devrait

connaître sa première année pleine d'exploitation en 2023.

5/ Le projet logistique : Portant sur un investissement total de 5,5MDt, ce projet consiste en la création d'une nouvelle filiale spécialisée dans le transport local des marchandises de SAH Lilas. Appelée Transflèche, la nouvelle filiale a été dotée d'une flotte de 15 semi-remorques. L'objectif de cet investissement est d'internaliser le transport des produits pour une meilleure supervision et d'optimiser les coûts du transport, spécialement dans le contexte d'inflation actuel.

5/ La productivité et l'efficacité énergétique: Le Groupe envisage de réaliser divers projets d'économie d'énergie qui permettraient une réduction considérable de la facture énergétique, notamment, sur les lignes de business les plus demandeuses du facteur énergie, en l'occurrence l'activité de la filiale Azur Papier. La maîtrise des coûts opérationnels serait, également, envisagée à travers une meilleure exploitation des synergies inter filiales et sites industriels, notamment, par rapport aux charges d'énergie et de distribution.

- A l'instar de l'exercice 2022 qui a été marqué par une spectaculaire croissance en termes de capacité bénéficiaire, les prochains exercices devraient, *ceteris paribus*, marquer une nette consolidation de la rentabilité financière du Groupe. Selon le management, la reprise constatée durant l'année 2022 devrait continuer au vu de la très bonne performance d'exploitation ainsi que l'amélioration espérée de la rentabilité des investissements déjà réalisés sur les derniers exercices.

- Selon les dirigeants de SAH, l'instabilité du contexte économique international et son impact sur la continuité des flux d'approvisionnement a remarquablement compliqué la simulation des prévisions financières du Groupe. Il a été tout de même possible d'établir des prévisions relativement

SAH Lilas : une montée à pas de géant !

prudentes qui tiennent compte du risque lié aux flux d'approvisionnement et aux prix des inputs, notamment par rapport aux nouveaux investissements. Selon le business plan quadri-annuel, dont les grandes lignes ont été communiquées durant l'AGO du 22 Juin 2023, l'exercice 2023 devrait, toute chose égale par ailleurs, marquer une continuité en termes de performance financière.

- Au terme de l'année 2023, le Groupe table sur une croissance des revenus de 12%. Cette prévision est certes inférieure à la croissance réalisée au terme de l'année 2022. La raison est liée aux évolutions des capacités réalisées sur l'exercice 2022 ce qui a permis aux différentes entités du Groupe de ramener leurs niveaux de production à des paliers quasi-optimaux. L'exercice 2022 a été, également, marqué par des actions d'augmentation de prix en vue de compenser les hausses répétitives des coûts matières.

- Selon les prévisions du business plan 2023-2026, l'amélioration de la performance prévisionnelle du Groupe devrait occasionner une amélioration soutenue du niveau des marges. Malgré les prévisions d'une croissance des volumes d'achats des matières premières, le Groupe saurait réaliser des économies en bénéficiant de la décélération prévue du rythme d'inflation ce qui devrait favorablement impacter le niveau de marge brute prévisionnelle. Toute chose égale par ailleurs, l'exercice 2023 devrait logiquement marquer le début de la maîtrise des achats consommés ce qui permettrait d'avoir une marge brute prévisionnelle variant entre 37,5% et 38% au terme de l'année 2023. C'est grâce à la diversification de son mix-produits et sa politique d'achat en grands volumes que le Groupe pourrait dégager des économies sur sa marge brute et ce, par l'effet des termes de négociation qu'il serait à même de proposer vis-à-vis de ses fournisseurs.

- En termes d'excédent brut d'exploitation, le Groupe dégagerait au terme de l'année 2023 une marge d'EBITDA qui varierait entre 15,5% et 16%, soit donc un niveau relativement en avance par rapport à l'année 2022.

- Par ailleurs, et malgré l'importance des coûts de structure liés à sa forte intensité capitalistique, l'entrée en exploitation de la filiale Azur Cosmétique permettrait une amélioration de la marge d'EBITDA pour la porter à des seuils qui varierait entre 16,3% et 16,5% au terme de l'année 2024. Ces prévisions d'amélioration devraient être attribuées aux économies de coûts que le Groupe saurait réaliser grâce à ses programmes d'optimisation et de productivité.

- Les améliorations opérationnelles prévisionnelles devraient couvrir les charges financières additionnelles générées par les opérations de financement des investissements prévisionnels ainsi que ceux déjà réalisés ce qui permettrait d'améliorer la capacité bénéficiaire globale du Groupe et de dégager une marge nette variant entre 4,3% et 4,8% au terme de l'année 2023.

- L'amélioration de la rentabilité des investissements déjà réalisés par l'effet de la réduction progressive de la partie fixe de leurs structures de coûts et le complément de rentabilité dégagé par les nouveaux investissements, en l'occurrence le business des détergents et cosmétique, feront que la capacité bénéficiaire globale ne cesserait de s'améliorer année après année. Sur l'horizon 2024-2026, la marge consolidée nette varierait possiblement entre 5,5% et 7%.

- Interpellée sur l'impact de l'adoption des normes IFRS à partir de 2023, l'équipe de direction a affirmé, durant l'AGO du 22 Juin 2023, que cet impact sera globalement positif en termes de résultat net.

SAH Lilas : une montée à pas de géant !

V- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- Sur la période 2018-2022, le titre SAH Lilas a connu un parcours boursier difficile. Les retards récurrents dans les projets d'investissement et les décalages par rapport aux projections du management ont pesé sur le comportement du titre en bourse.
- Depuis le début de l'année en cours, l'action a affiché un retournement de tendance favorable saluant les résultats de l'exercice 2022, le relèvement des dividendes et les performances supérieures aux promesses. Il semble que le crû de 2022 ait stimulé un regain de confiance des investisseurs dans la valeur.
- Aujourd'hui, avec une capitalisation de 807MDt, SAH Lilas traite à 8,6x son EBITDA estimé pour 2023. Un niveau de valorisation attrayant comparativement à la médiane internationale. Par ailleurs, nous estimons que ce niveau de valorisation ne reflète pas intégralement les perspectives de croissance organique du Groupe et son potentiel de rebond à moyen terme.
- **Dans une conjoncture malmenée par la crise économique en Tunisie et par la stagflation, le titre représente une opportunité d'investissement alléchante à bien des égards:**

1) Il s'agit d'une valeur défensive opérant dans un secteur peu sensible aux cycles économiques baissiers.

2) Il s'agit d'une valeur de croissance: Le Groupe opère sur des marchés en pleine expansion. Les marchés africains sont caractérisés par des taux de natalité et de croissance économique élevés et sont très propices à la croissance organique.

3) Il s'agit d'une valeur internationale: Après avoir gagné le pari de sa transformation en un champion national des produits d'hygiène et papier et des détergents, fortement intégré, le Groupe affiche de fortes ambitions internationales.

4) Il s'agit d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels: Grâce à la taille de sa capitalisation boursière et de son flottant, SAH Lilas figure parmi les titres les plus liquides de la place. Outre sa liquidité élevée, son actionnariat institutionnalisé fait du Groupe une cible de choix pour les investisseurs institutionnels, notamment, les investisseurs étrangers.

▪ **Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur SAH Lilas.**

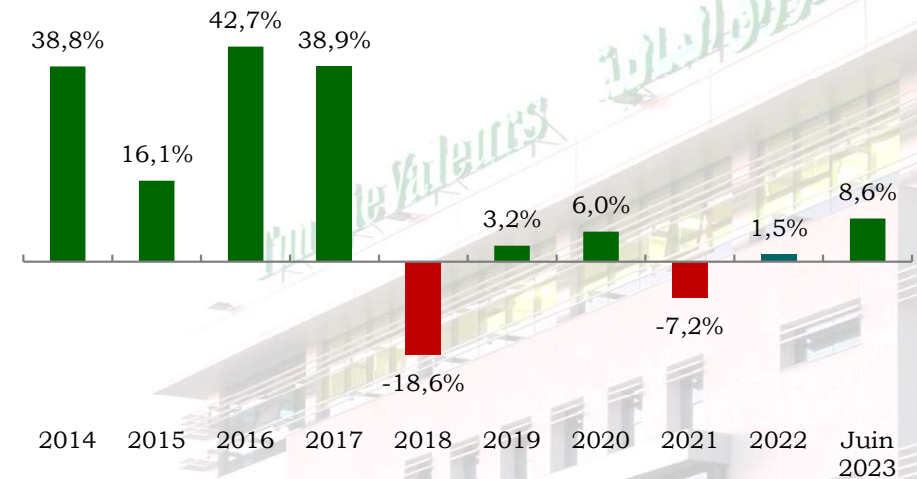
▪ **L'AGO du 22 Juin 2023 a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,330Dt au titre de l'exercice 2022 (contre un dividende de 0,205Dt par action versé au titre de l'exercice 2021), soit un payout attractif de 88,6% et ce, à partir du 3 Juillet 2023. Les dividendes seront distribués en franchise de retenue à la source.**

▪ **L'AGO a été suivie d'une AGE qui a été consacrée à l'examen d'une augmentation de capital par incorporation de résultats reportés pour financer le projet de l'extension du site de production sis à Medjez El Bab, et ce afin de répondre à l'accroissement de la demande du marché. Rappelons que ce site de production est dédié aux produits: hygiène bébé, hygiène adulte et hygiène féminine.**

SAH Lilas : une montée à pas de géant !

- Portant sur une enveloppe de 2,3MDt, l'opération sera réalisée moyennant l'attribution gratuite de 2 333 777 actions et ce, à raison d'une action nouvelle gratuite pour 35 anciennes. Les actions nouvelles porteront jouissance en dividende à partir du 1^{er} Janvier 2023. Les droits d'attribution seront détachés et négociables en Bourse à partir du 1^{er} Août 2023.

Performances boursières annuelles du titre SAH Lilas depuis son introduction en Bourse



Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	PER 2023e	VE/Chiffre d'affaires 2023e	VE/EBITDA 2023e
SAH Lilas	Tunisie	19,0	1,4	8,6
Edgewell Personal Care Company	Etats-Unis	17,4	1,6	10,4
Emami Limited	Inde	24,9	5,0	19,5
Hengan International Group Company Limited	Chine	11,8	1,4	7,6
Henkel AG & Co. KGaA	Allemagne	18,1	1,4	9,8
Hypera S.A.	Brésil	15,2	4,2	11,8
Kao Corporation	Japon	27,5	1,6	13,0
Kimberly-Clark Corporation	Etats-Unis	21,8	2,6	14,4
Pigeon Corporation	Japon	27,4	2,2	12,1
Reckitt Benckiser Group plc	Royaume-Uni	17,8	3,4	12,8
Suominen Oyj	Finlande	32,0	0,4	7,6
The Procter & Gamble Company	Etats-Unis	25,2	4,7	18,1
Unilever PLC	Royaume-Uni	18,5	2,4	12,6
Vinda International Holdings Limited	Hong Kong	19,1	1,3	9,6
Médiane internationale		19,1	2,2	12,1

Sources: S&P Capital IQ et calculs de Tunisie Valeurs.