

ETUDE  
**SAH LILAS : L'HISTOIRE  
CONTINUE DE S'ÉCRIRE**

## Points clés

**1) Fin du cycle d'investissement lourd :** Avec la création de ses filiales AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE et AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES, le groupe SAH a sonné la fin de son cycle d'investissement lourd (des investissements de près de 520 MDt sur la période 2018 - 2025) et entame une nouvelle phase d'expansion avec l'entrée en production de ces deux filiales. Le groupe devrait, en conséquence, récolter les fruits de ses investissements et atteindre de nouveaux paliers de rentabilité dans les prochaines années.

**2) Poursuite du développement de l'activité Cosmétiques :** Cette activité constitue le nouveau cheval de bataille de SAH. Localisée à Hammam Zeriba, Zaghouane, l'usine de la nouvelle filiale dédiée à cette ligne de métier est dotée d'une capacité de production de 25 000 tonnes par an. Entrée en production en juin 2024, cette unité industrielle est spécialisée dans la production du savon (sous forme liquide et solide), du shampoing, de l'après shampoing, du gel douche, du déodorant spray et roll-on, du dentifrice, des masques et des sérums pour les cheveux et produit plus de 375 références de produits. 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/ capitaliser sur la notoriété de la marque Lilas ; iii/ et atteindre de nouveaux consommateurs en pénétrant un nouveau marché.

**3) Expansion et consolidation de la présence à l'international :** Le groupe SAH continue à explorer de nouveaux marchés à l'export notamment en France, au Moyen-Orient et en Afrique subsaharienne, et à renforcer son positionnement sur les marchés locaux dans lesquels il est implanté à savoir la Tunisie, la Libye, l'Algérie, le Maroc, la Côte d'Ivoire, le Sénégal et tout récemment la Mauritanie.

**4) Partenariat stratégique scellé avec le groupe POULINA qui ouvre de nouvelles perspectives de développement et de création de valeur :** Le monde industriel en Tunisie a été marqué par la concrétisation en juillet 2025 d'un rapprochement stratégique entre deux mastodontes de la Bourse de Tunis, à savoir POULINA GROUP HOLDING et SAH LILAS (prise de participation indirecte de 29,9 % du capital de SAH LILAS par PGH). L'adossement du champion national des produits d'hygiène à PGH, plus grand holding en Tunisie, le doterait avant tout de plus de « muscles » et d'une force de frappe financière. Si elle balisait la voie à sa montée ultérieure dans le capital pour accorder à PGH, hypothétiquement, le statut d'actionnaire de référence, cette opération mettrait à la disposition de SAH LILAS, le modèle de gestion bien rodé et éprouvé de PGH ; un modèle fondé sur une gouvernance solide, des procédures rigoureuses et une forte culture d'entreprise. Ce mariage entre ces deux *Blue Chips* de la Bourse de Tunis est un partenariat gagnant-gagnant. Il s'agit d'une alliance porteuse de synergies (production, logistique, achats, distribution et efficacité énergétique) et d'un levier majeur pour renforcer le positionnement de SAH et soutenir ses ambitions de croissance. Bref, ce rapprochement stratégique constitue un catalyseur boursier indéniable pour le titre SAH LILAS sur le moyen terme.

**5) 2026 : l'année de tous les défis pour le groupe SAH :** 2026 s'annonce pleine de défis pour SAH LILAS. Dans un contexte international en forte mutation, l'économie mondiale en général et les économies africaines en particulier – qui constituent l'essentiel des marchés desservis par le groupe – devraient évoluer dans un environnement toujours marqué par des tensions géopolitiques et commerciales persistantes, ainsi que par un niveau d'incertitude élevé. SAH LILAS, qui se positionne comme un fleuron panafricain des produits d'hygiène, devrait, selon notre analyse, relever un double défi : celui de la consolidation de son niveau d'activité dans un contexte de ralentissement économique, et celui de la préservation de ses marges et de sa rentabilité face aux pressions inflationnistes, alimentées à la fois par les tensions sur les marchés de l'énergie et par la hausse des coûts logistiques dans un environnement de chaînes d'approvisionnement encore fragilisées. La durée et l'intensité des tensions géopolitiques actuelles (principalement du conflit au Proche-Orient) au niveau international continueront de conditionner l'ampleur des chocs d'offre sur le commerce mondial, ainsi que les réactions des banques centrales, aujourd'hui placées dans une posture de vigilance accrue. Dans ce contexte, SAH LILAS devra également intégrer une incertitude monétaire persistante dans ses arbitrages stratégiques. En dépit de ces éléments, nous restons confiants dans la capacité du groupe SAH LILAS à s'adapter et à évoluer dans ce contexte mouvant.

Outre son *Equity Story* pleine de rebondissements, la résilience du dinar tunisien face au dollar américain sur la période récente et la dernière circulaire BCT limitant les importations « non prioritaires » donc la concurrence importée constituent des raisons supplémentaires qui confortent notre recommandation à l'Achat sur la valeur.

## Actionnariat (au 12.06.2025)

JM HOLDING *	64,5 %
EQUITY CAPITAL	7,3 %
Autres actionnaires	28,2 %

\* Holding regroupant les participations des fondateurs de SAH LILAS.

Cours (au 09.06.2026) :  
14,400 Dt

Recommandation :  
Acheter (+)

ROE consolidé 2025 :  
12,3 %

## I. Présentation du groupe SAH

Créée en 1994 par Mme Jalila Mezni et M. Mounir El Jayez, 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 opérant douze sites de production et actif dans quatre 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, Sénégal et tout récemment Mauritanie) 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, serviettes de table, essuie-tout...), les produits d'hygiène féminine, les couches bébé, les produits d'hygiène adulte et les lingettes.

### 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, SAH s'est lancé dans la production de cette matière première essentielle depuis 2013 à travers sa filiale AZUR PAPIER. Le groupe exploite, à ce jour, deux lignes de production d'ouate de cellulose. Au-delà des bienfaits de cette stratégie d'intégration en amont 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

L'activité de production des détergents a été lancée en 2016 à la suite de la création de la filiale AZUR DÉTERGENT. Le groupe détient actuellement 69,4 % du capital de cette entité. Le reliquat est détenu par des SICARs.

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 du 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.

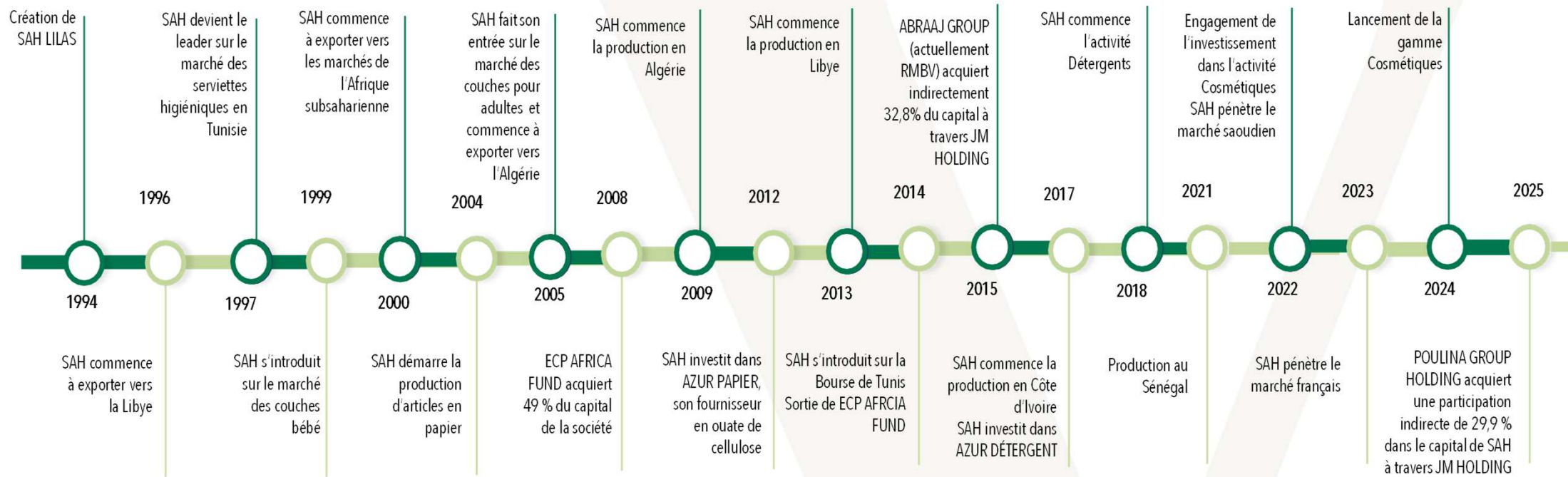
Opérationnelle depuis juillet 2019, l'activité Détergents a connu un succès commercial important. Dès le lancement de cette activité, SAH LILAS a proposé une offre complète de produits haut de gamme comprenant : l'eau de javel, les détergents en poudre (main et machine) et les détergents liquides (main et machine). SAH est leader en Tunisie dans cette activité avec une part de marché de 65 %, selon le management.

### 4. La production de produits cosmétiques

En 2024, le groupe SAH a entamé une nouvelle page de son histoire, en se lançant dans la fabrication des produits cosmétiques. La nouvelle usine dédiée à cette ligne de métier est entrée en exploitation depuis le 24 juin 2024 avec la commercialisation de plus de 375 produits sur le marché local.

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

## Les jalons importants dans l'histoire du groupe SAH LILAS



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/ capitaliser sur la notoriété de la marque « Lilas » et iii/ atteindre de nouveaux consommateurs en pénétrant un nouveau marché. La nouvelle usine est spécialisée, dans un premier temps, dans la production du savon sous forme liquide et solide (cette dernière forme a été lancée en 2025), du shampoing, de l'après shampoing, du gel douche, du déodorant *spray* et *roll-on*, du dentifrice, des masques et des sérums pour les cheveux. SAH compte aussi percer le créneau des gels et mousses à raser. La nouvelle usine est certifiée aux normes internationales et est dotée du premier centre de Recherche & Développement en Tunisie propre au groupe. SAH LILAS a réussi à couvrir tous les segments du marché des produits cosmétiques, en ciblant le haut de gamme (gamme Suprême), la moyenne gamme (gamme Extrême) et la gamme professionnelle (gamme Expert).

SAH LILAS dispose aujourd'hui de plus de 600 références produits toutes activités confondues. Le groupe réalise presque 40 % de son chiffre d'affaires en dehors de la Tunisie. Il jouit d'une dimension internationale indéniable et d'une couverture géographique diversifiée (une vingtaine de pays en Afrique, un pays en Europe à savoir la France et trois pays dans la région MENA qui sont le Qatar, l'Arabie saoudite et le Liban). Il est l'unique acteur indépendant ayant des sites de production dans 6 pays africains (Tunisie, Algérie, Libye, Côte d'Ivoire, Sénégal et Mauritanie). Ses concurrents sont principalement des multinationales.

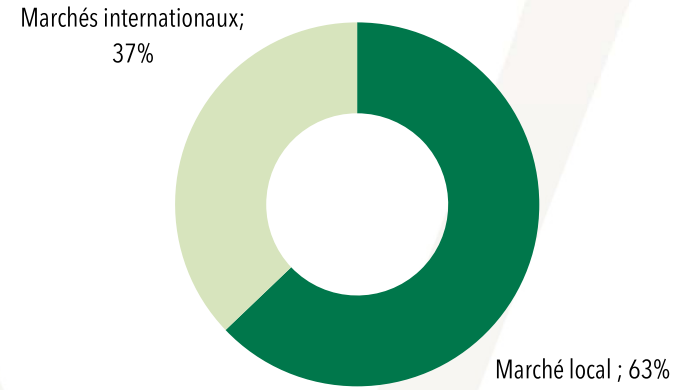
Après avoir ouvert 20 % du capital au public au moment de l'introduction en bourse (réalisée en 2023), le flottant du capital a progressé graduellement pour atteindre, aujourd'hui, 28 % ; une proportion dont les étrangers constituaient, historiquement, une part non négligeable. Le titre est prisé par les investisseurs étrangers, d'abord, pour son secteur réputé adapté aux besoins essentiels des pays en développement et notamment en Afrique, mais aussi, pour sa liquidité élevée et sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement.

*« SAH LILAS est l'unique acteur indépendant ayant des sites de production dans 6 pays africains »*

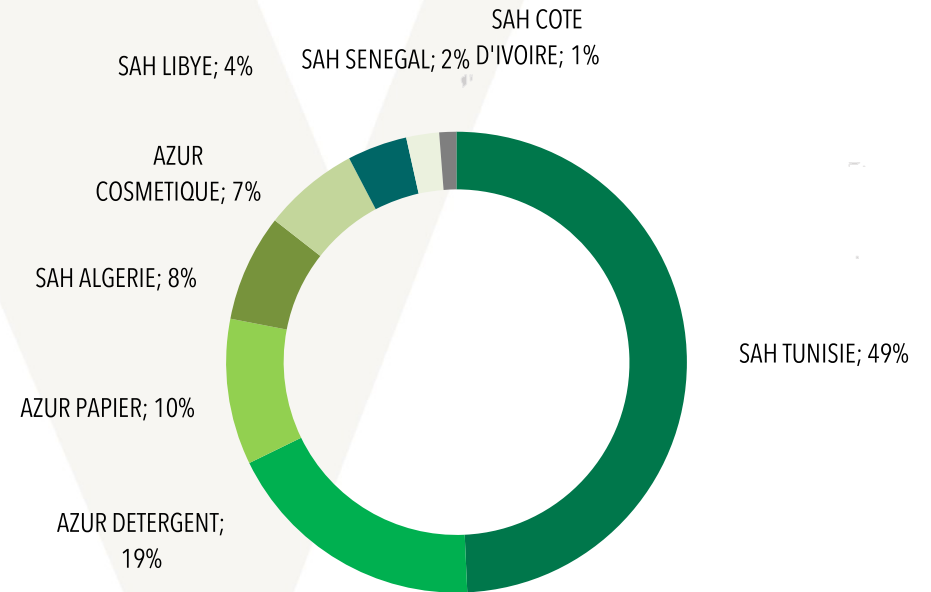
Présence géographique commerciale et industrielle du groupe SAH LILAS (2025)



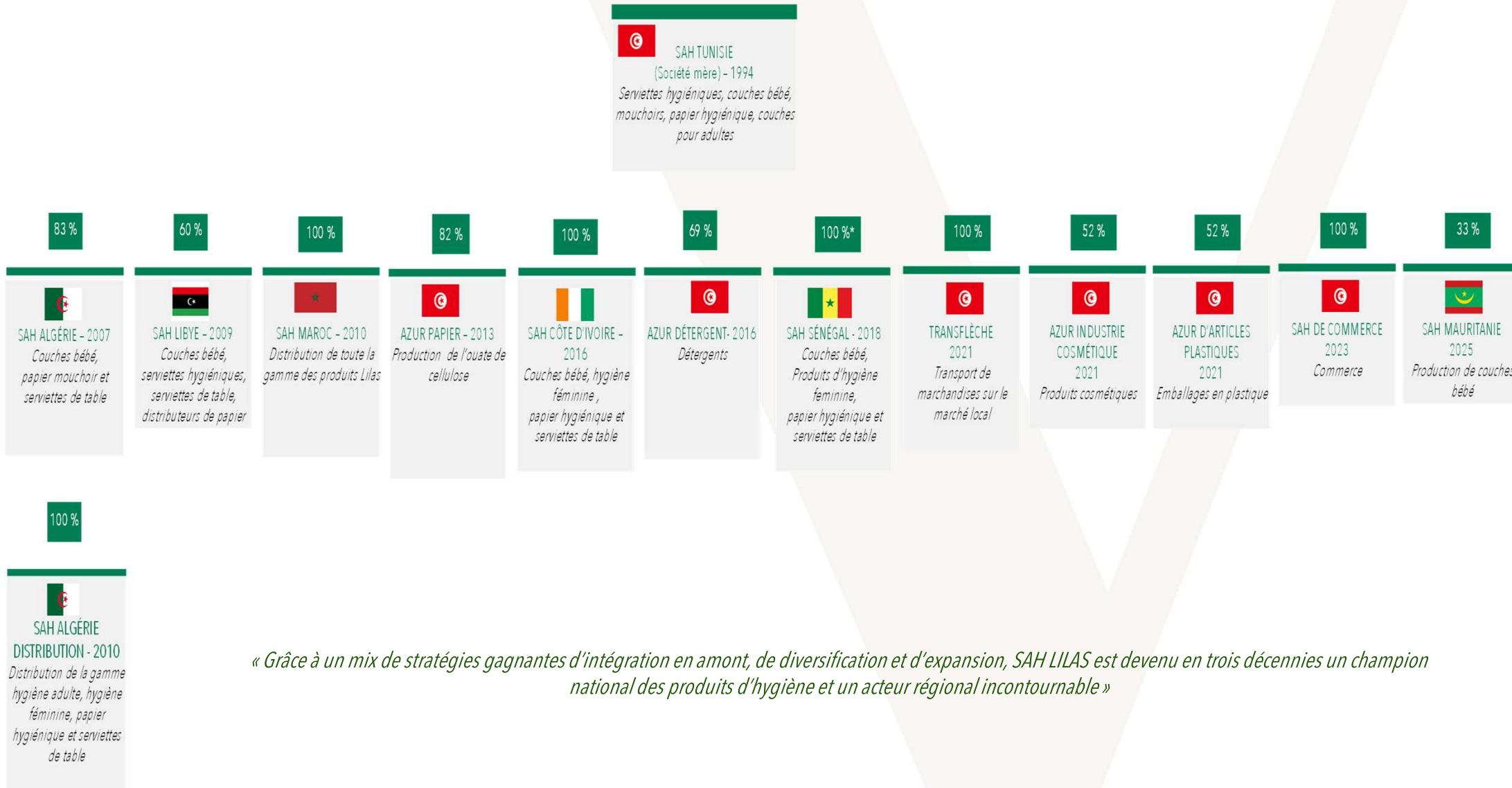
Répartition géographique des revenus consolidés du groupe SAH LILAS (2025)



Contribution des différentes entités du groupe SAH LILAS au chiffre d'affaires consolidé (2025)



Périmètre du groupe SAH LILAS (2025)



« Grâce à un mix de stratégies gagnantes d'intégration en amont, de diversification et d'expansion, SAH LILAS est devenu en trois décennies un champion national des produits d'hygiène et un acteur régional incontournable »

\* Total des participations directes et indirectes de la société mère.

## II. Faits et éléments saillants de l'exercice 2025

L'année 2025 s'est placée sous le signe de la résilience pour le groupe SAH LILAS. Stabiliser les parts de marché, consolider les acquis de la croissance et digérer les investissements soutenus des dernières années ont été les maîtres-mots de l'exercice écoulé, dans un contexte national particulièrement challengeant tant sur le plan opérationnel que réglementaire.

À la lecture des chiffres, le champion national des produits d'hygiène démontre la solidité de son modèle économique et la capacité d'adaptation de son management aux méandres d'une conjoncture internationale profondément marquée par les tensions géopolitiques.

Certes, l'atterrissage de 2025 a été en deçà du consensus des analystes de place. Cependant, SAH LILAS a su défendre sa position de leader, préserver ses équilibres et fortifier ses fondamentaux financiers. Retour sur les réalisations 2025 ; une année de consolidation par excellence pour le groupe SAH.

Au 31 décembre 2025, les revenus nets consolidés du groupe SAH LILAS se sont bien défendus (+0,6 %), s'établissant à 983,2 MDt ; un niveau record.

L'augmentation des revenus nets consolidés en 2025 a été tirée par la performance commerciale d'AZUR DETERGENT dont les ventes ont atteint 181,5 MDt (soit une croissance annuelle de 9,5 %) et la bonne prestation des filiales étrangères dont les revenus nets ont atteint 148,9 MDt, en augmentation de 4,2% par rapport à la même période en 2024.

A y regarder de plus près, la croissance des filiales étrangères a été portée par les filiales SAH ALGERIE et SAH LIBYE dont le chiffre d'affaires cumulé a enregistré une progression de 5,9 % en 2025 pour atteindre 114,3 MDt.

La répartition des revenus nets consolidés (retraités des ventes inter-groupe) par filiale montre que SAH TUNISIE contribue à hauteur de 49 %, suivie par AZUR DETERGENT et AZUR PAPIER dont les ventes représentent 18,5 % et 10,2 % des ventes globales, respectivement. Pour sa part, la contribution d'AZUR COSMETIQUES s'est établie à 6,7 % en 2025, soit sa première année pleine d'exploitation.

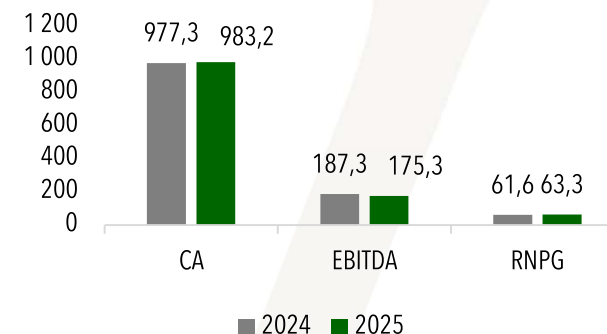
Sur le plan individuel, la société mère du groupe, SAH TUNISIE, a reporté des ventes nettes cumulées de 473,7 MDt, soit une légère baisse de 2 % par rapport à l'exercice 2024. Ceci est due respectivement à la quasi-stabilité des ventes locales à près de 406 MDt et à la diminution de 11,8 % des ventes à l'export. La mauvaise orientation des ventes à l'export de la société mère sur l'ensemble de l'année 2025 s'explique principalement par la lourdeur des procédures administratives, notamment celles liées à l'ouverture des lettres de crédit au niveau de la Banque centrale de Libye, ainsi que les fermetures récurrentes des frontières libyennes. Ces contraintes ont fortement perturbé les échanges commerciaux avec ce marché stratégique et pesé sur les performances à l'exportation de la société.

Toutefois, la situation semble s'être débloquée en fin d'année comme en témoigne l'envolée spectaculaire de 47,4 % des ventes à l'export sur le T4 2025.

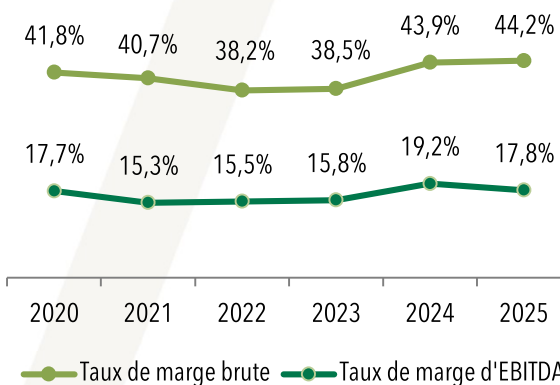
Sur le marché local, le groupe a réussi avec brio à s'adapter à la nouvelle réforme du chèque. Les ventes consolidées sur le marché tunisien se sont, en effet, stabilisées aux alentours de 618 MDt.

Profitant de la poursuite de l'accalmie au niveau des prix des matières premières sur les marchés internationaux, d'une politique de prix proactive, d'un meilleur mix produit avec notamment l'atteinte de la branche Cosmétiques à plus fortes marges d'un palier d'activité plus élevé (rappelons que 2025 marque la première année pleine d'exploitation de cette activité), SAH LILAS a témoigné d'une amélioration de son taux de marge brute. Ce dernier s'est élargi de 0,3 point de pourcentage à 44,2 % sur l'année écoulée.

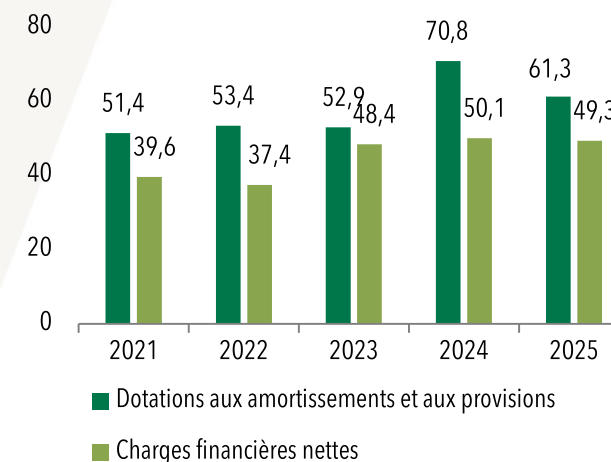
Evolution des principaux agrégats de l'état de résultat consolidé de SAH LILAS (en MDt)



Evolution des taux de marges consolidées de SAH LILAS



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



Cette bonne prestation est d'autant plus méritoire qu'elle a coïncidé avec un contexte de guerre des prix sur les marchés desservis par SAH aussi bien en Tunisie (entrée d'un nouveau concurrent dans la branche Hygiène et papier en 2025 sur le marché tunisien) qu'ailleurs et avec les campagnes promotionnelles du groupe pour ancrer davantage les produits cosmétiques sur le marché tunisien. Le management a précisé que les pays de l'Afrique subsaharienne connaissent, depuis quelques années, une vague d'industrialisation, permettant l'émergence de concurrents locaux, qui exercent des pressions sur les prix tous segments confondus.

En 2025, le groupe SAH a témoigné d'une légère dégradation de sa rentabilité d'exploitation en raison de la progression plus que proportionnelle des frais généraux. La masse salariale s'est accrue de 9,6 % à 118,1 MDt, sous l'effet combiné des recrutements dans la nouvelle activité Cosmétiques et de l'application de la nouvelle réforme du Code du Travail en Tunisie. Quant à eux, les autres charges d'exploitation ont augmenté de 5,6 % à 141,5 MDt, portant la marque des campagnes de communication liées au lancement de la nouvelle gamme des produits cosmétiques et par le renforcement des actions publicitaires dans certaines filiales, notamment en Libye (des frais de publicité globales de 36,7 MDt supportés en 2025 par le groupe). C'est ainsi que l'EBITDA du groupe a fléchi de 6,4 % à 175,3 MDt sur l'année écoulée et que le taux de marge d'EBITDA s'est contracté de 1,3 point de pourcentage à 17,8 %.

Certes, l'investissement massif dans les capacités de production et les nouveaux projets (notamment AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE et AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES) n'ont pas été sans conséquences sur les dotations aux amortissements sur les dernières années. Cependant, SAH LILAS n'a pas lésiné sur les efforts pour durcir sa politique commerciale, améliorer l'efficacité de son dispositif de recouvrement des créances clients et optimiser la gestion de ses stocks. Résultat : le groupe a opéré sur l'année écoulée d'importantes reprises sur provisions (de 3,5 MDt) tirant vers le bas l'enveloppe globale des dotations aux amortissements et aux provisions (-13,5 % à 61,3 MDt).

Partant de ce constat, SAH LILAS est parvenu à atténuer la baisse de son résultat d'exploitation consolidé. Sa régression a été contenue à -2 % seulement pour se monter à 114,1 MDt à l'issue de 2025.

Profitant d'un contexte de change nettement plus clément qu'en 2024 (des gains nets de change de 3,4 MDt enregistrés en 2025 contre des pertes nettes de change de 1,6 MDt supportées en 2024), d'une meilleure maîtrise des charges d'intérêt (en hausse de 8,7 % à 52,7 MDt), le groupe SAH LILAS a témoigné d'une régression de ses charges financières nettes. Ces dernières se sont pliées de 1,5 %, atterrissant à 49,3 MDt, fin 2025.

Le résultat net part du groupe de SAH a enregistré, somme toute, une légère progression de 2,7 % à 63,3 MDt ; un record historique pour le groupe. Avec un ROE consolidé de 12,3 %, SAH LILAS figure parmi les groupes industriels les plus profitables de la cote tunisienne.

Compte tenu 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 d'environ 520 MDt sur la période 2018 - 2025) et au vu des crédits de gestion contractés dans le cadre du financement de ses stocks de matières premières (notamment durant la période inflationniste), nous estimons la dette nette ajustée de SAH à 570,2 MDt à fin 2025, ce qui correspond à un ratio de Gearing de 116,3 % et un ratio Dette nette ajustée/EBITDA de 3,3 x. Ce constat traduit une meilleure capacité du groupe à faire face à son endettement grâce à une rentabilité accrue. Le niveau d'endettement actuel de SAH LILAS, résultat normal de l'évolution du volumes des opérations du groupe, ne nous semble pas alarmant au vu du processus d'optimisation du BFR initié par le management à partir de 2023 et dont les bienfaits commencent à être perceptibles. Signalons que le BFR (ajusté de l'escompte) en nombre de jours de CA s'est monté à 197 jours, soit un niveau parmi les plus faibles sur la dernière décennie. Cette amélioration de la gestion du cycle d'exploitation est principalement portée par une politique de paiement fournisseurs plus favorable.

## Evolution des fondamentaux financiers du groupe SAH LILAS

Chiffres consolidés en MDt	2021	2022	2023	2024	2025
Cash-Flow d'exploitation	51,8	11,3	29,8	79,4	95,2
Investissements	33,1	41,4	72,2	58,2	51,5
Free Cash-Flow	18,7	30,1	42,4	21,2	43,7
Dette nette ajustée	410,0	484,7	539,1	551,0	570,2
Gearing	112,4%	122,7%	135,1%	121,7%	116,3%
ROE	3,2%	10,7%	9,1%	14,8%	12,3%
ROCE	5,6%	8,7%	8,8%	11,1%	9,8%

*« Le niveau d'endettement actuel de SAH LILAS ne nous semble pas alarmant au vu du processus d'optimisation du BFR initié par le management à partir de 2023 et dont les bienfaits commencent à être perceptibles »*

Par ailleurs, les fondamentaux du groupe restent solides et la montée en régime des nouveaux investissements principalement l'activité « Cosmétiques » devrait permettre de doper davantage les cash-flows et de désendetter progressivement le bilan du groupe dans les prochaines années.

### III. Perspectives de développement et prévisions

2025 a été une année charnière pour le groupe. Arrivé au terme de sa période d'investissement, le groupe entame une nouvelle phase d'expansion avec le développement de l'activité Cosmétiques, la consolidation de sa présence à l'international et la consolidation de ses équilibres financiers. Le groupe devrait, en conséquence, commencer à récolter les fruits de ses investissements et atteindre de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité dans les prochaines années. Ce changement de dimension serait perceptible dans les fondamentaux et les indicateurs d'activité du groupe dans les prochaines années. Il s'appuierait, selon nous, sur les facteurs suivants :

**1. Activité Hygiène :** A l'avenir, SAH devrait continuer à consolider sa position de leadership sur ses marchés cibles. Les réalisations futures du groupe tireraient parti de la poursuite de la stratégie du développement de l'export et de l'expansion régionale (vers les marchés de l'Afrique subsaharienne, en Mauritanie, le marché français et les marchés de la région du Moyen-Orient). Selon l'équipe de direction, le groupe s'est enrichi en 2025 d'une nouvelle filiale industrielle spécialisée dans le métier de l'Hygiène, opérant en Mauritanie. Baptisée SAH MAURITANIE, cette entité permettrait à SAH de contourner les barrières douanières des autorités mauritaniennes. Cette filiale est détenue à hauteur de 33,3 % par la société mère. Le reliquat du capital est détenu par deux partenaires locaux dont un distributeur.

**2. Activité Ouate de cellulose :** A travers sa filiale AZUR PAPIER, le groupe SAH opère deux lignes de production d'ouate de cellulose d'une capacité totale de 50 000 tonnes par an. Au-delà des bienfaits de la stratégie d'intégration verticale sur les marges du groupe, SAH écoule près de 60 % de sa production de l'ouate de cellulose sur les marchés export.

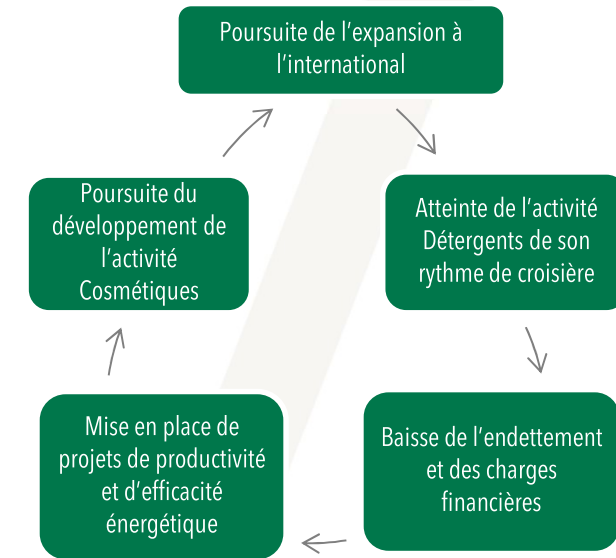
**3. Activité Détergents :** Dans les prochaines années, les performances opérationnelles et financières de cette activité devraient s'améliorer grâce à l'atteinte de niveaux de production optimaux, à la résorption des frais préliminaires et à la baisse des prix des matières premières. Les réalisations de cette ligne de métier devraient, par ailleurs, profiter d'un meilleur ancrage commercial des produits de la marque de détergents « Lilas » et du renforcement de ses parts de marché.

**4. Activité Cosmétiques :** Cette activité constitue le nouveau cheval de bataille de SAH. Dans les prochaines années, les efforts du management devraient être focalisés sur le développement de la gamme de produits cosmétiques en mettant l'accent sur les exportations vers de nouveaux marchés.

En tant que nouvel entrant dans le marché des produits cosmétiques, LILAS compte continuer d'investir dans la communication en vue de fortifier son positionnement sur le marché et d'acquérir un pouvoir de marque. Une fois son positionnement sur les produits cosmétiques consolidé, le groupe aura une plus grande latitude à rehausser ses marges.

Le management de SAH a signalé durant l'Assemblée Générale Ordinaire du 9 juin 2026 que le processus d'homologation des produits cosmétiques sur le marché européen est à un stade très avancé. Une fois l'homologation obtenue, le groupe pourrait s'attaquer aux marchés européens en commençant par les marchés français et belge, à fort pouvoir d'achat et où des premiers contacts encourageants ont été établis.

### Le « cercle vertueux » des prochains exercices pour le groupe SAH LILAS



*« Arrivé au terme de sa période d'investissement, le groupe entame une nouvelle phase d'expansion avec le développement de l'activité Cosmétiques, la consolidation de sa présence à l'international et la consolidation de ses équilibres financiers »*

*« Dans les prochaines années, les efforts du management devraient être focalisés sur le développement de la gamme de produits cosmétiques en mettant l'accent sur les exportations vers de nouveaux marchés »*

**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 (doublement de capacité de production d'électricité par la cogénération). 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.

Durant l'AGO du 9 juin 2026, le management a annoncé qu'il compte installer une troisième station de cogénération dans l'usine d'AZUR DÉTERGENT. L'étude pour l'installation de cette station est finalisée et les travaux de sa construction devraient démarrer dans un futur proche.

Dans les prochaines années, le groupe compte cibler davantage les marchés européens, toute lignes de métiers confondues, vu leur fort pouvoir d'achat. Le groupe fera du marché français sa porte d'entrée vers le vieux continent. Rappelons que SAH LILAS est déjà certifié aux normes européennes pour l'activité d'Hygiène et papier.

**Dans les prochaines années, le groupe devrait entrer dans une phase de « digestion » des investissements passés, de désendettement et de génération des cash-flows, impliquant une baisse des charges financières. « Fructifier les investissements par l'export » : le groupe fera de cet adage sa stratégie de développement pour les prochaines années.**

2026 s'annonce pleine de défis pour SAH LILAS. Dans un contexte international en forte mutation, l'économie mondiale en général et les économies africaines en particulier – qui constituent l'essentiel des marchés desservis par le groupe – devraient évoluer dans un environnement toujours marqué par des tensions géopolitiques et commerciales persistantes, ainsi que par un niveau d'incertitude élevé. Le fleuron panafricain des produits d'hygiène devrait, selon notre analyse, relever un double défi : celui de la consolidation de son niveau d'activité dans un contexte de ralentissement économique, et celui de la préservation de ses marges et de sa rentabilité face aux pressions inflationnistes, alimentées à la fois par les tensions sur les marchés de l'énergie et par la hausse des coûts logistiques dans un environnement de chaînes d'approvisionnement encore fragilisées.

La durée et l'intensité des tensions géopolitiques actuelles au niveau international (notamment du conflit au Moyen-Orient) continueront de conditionner l'ampleur des chocs d'offre sur le commerce mondial, ainsi que les réactions des banques centrales, aujourd'hui placées dans une posture de vigilance accrue. Dans ce contexte, SAH LILAS devra également intégrer une incertitude monétaire persistante dans ses arbitrages stratégiques. En dépit de ces éléments, nous restons confiants dans la capacité du groupe SAH LILAS à s'adapter et à évoluer dans un environnement en transformation. La réactivité commerciale du groupe devrait permettre d'amortir les variations des prix à l'échelle mondiale, tandis que l'intégration verticale continuerait à jouer un rôle stratégique, garantissant un meilleur contrôle sur la qualité et la régularité des intrants.

Le monde industriel en Tunisie a été marqué par la concrétisation en juillet 2025 d'un rapprochement stratégique entre deux mastodontes de la Bourse de Tunis, à savoir POULINA GROUP HOLDING et SAH LILAS (prise de participation indirecte de 29,9 % du capital de SAH LILAS par PGH).

L'adossement du champion national des produits d'hygiène à PGH, plus grand holding en Tunisie, le doterait avant tout de plus de « muscles » et d'une force de frappe financière. Si elle balisait la voie à sa montée ultérieure dans le capital pour accorder à PGH, hypothétiquement, le statut d'actionnaire de référence, cette opération mettrait à la disposition de SAH LILAS, le modèle de gestion bien rodé et éprouvé de PGH ; un modèle fondé sur une gouvernance solide, des procédures rigoureuses et une forte culture d'entreprise.

*« Dans les prochaines années, le groupe devrait entrer dans une phase de « digestion » des investissements passés, de désendettement et de génération des cash-flows, impliquant une baisse des charges financières »*

*« Fructifier les investissements par l'export » : le groupe fera de cet adage sa stratégie de développement pour les prochaines années »*

Ce mariage entre ces deux *Blue Chips* de la Bourse de Tunis est un partenariat gagnant-gagnant. Il s'agit d'une alliance porteuse de synergies et d'un levier majeur pour renforcer le positionnement de SAH et soutenir ses ambitions de croissance à long terme. Bref, ce rapprochement stratégique devrait ouvrir de nouvelles perspectives de développement et de création de valeur pour SAH LILAS et pour PGH.

Lors de l'Assemblée Générale Ordinaire tenue le 9 juin 2026, l'équipe de direction de POULINA GROUP HOLDING a mis en avant la convergence des visions stratégiques des deux groupes, fondée sur une ambition commune : proposer des produits de qualité à des prix accessibles sur des marchés de grande consommation.

De son côté, le management de SAH a souligné l'important potentiel de synergies, découlant de ce rapprochement, notamment en matière d'achats groupés de matières premières avec le groupe POULINA, ainsi que dans les approvisionnements en emballages en carton et en plastique. Des opportunités de coopération ont également été identifiées dans plusieurs domaines opérationnels, notamment la production, la logistique, les achats, la distribution et l'efficacité énergétique. À ce titre, SAH entend tirer parti de la longue expérience et du savoir-faire développés par PGH dans le domaine de l'efficacité énergétique afin d'accélérer l'optimisation de ses processus industriels, renforcer sa compétitivité et réduire son Empreinte Carbone.

Les chiffres du premier trimestre 2026 témoignent d'une évolution favorable de l'activité pour le champion national des produits d'hygiène. Au 31 mars 2026, les revenus nets consolidés du groupe SAH ont atteint 235 MDt contre 230,1 MDt à fin mars 2025, soit une hausse de 2,1 %. L'augmentation des revenus nets consolidés à fin mars 2026 a été tirée par la performance commerciale de SAH TUNISIE, suivie par AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE dont les revenus nets ont atteint 18,2 MDt, en augmentation de 31,2 % par rapport à la même période en 2025, ainsi que par la croissance de l'activité de SAH SENEGAL qui s'est améliorée de 47,3 % par rapport au premier trimestre 2025.

Le management reste confiant dans la capacité du groupe à renouer avec la croissance en 2026. Selon lui, « *Le groupe SAH prévoit pour l'année 2026 une croissance de ses revenus à travers : 1) La reprise des lettres de crédit pour la Libye ; 2) Le développement des exportations de ses produits cosmétiques vers de nouveaux marchés ; 3) Le maintien de sa part de marché sur le marché local et à l'étranger ; et 4) La prospection de nouveaux marchés à l'export (Mauritanie et France)* ».

Du côté des prévisions, selon le management, conformément au plan d'affaires établi pour les quatre prochaines années, l'exercice 2026 devrait maintenir une performance financière stable, sous réserve de conditions inchangées. Le groupe anticipe une croissance nette des revenus d'environ 11,6 % par rapport à 2025.

A la lumière des anticipations de la direction de SAH LILAS, nous tablons sur l'année 2026 sur :

- une croissance du chiffre d'affaires consolidé de 11,6 % pour dépasser la barre de 1 milliard de dinars ;
- une progression de 6,9 % de l'EBITDA consolidé pour s'établir à 187,4 MDt ;
- une hausse du résultat net part du groupe de 9,1 % pour atteindre 69 MDt.

*« PGH et SAH partagent une vision commune : proposer des produits de qualité à des prix accessibles sur des marchés de grande consommation »*

*« Le management de SAH a précisé que plusieurs synergies notamment de coûts pourraient naître de « ce mariage tuniso-tunisien », évoquant des synergies en termes d'achats groupés de matières premières avec le groupe POULINA ou encore en matière d'approvisionnements du groupe SAH en emballages en carton et en plastique »*

#### IV. Comportement boursier et opinion de TUNISIE VALEURS

L'action SAH LILAS a enregistré un retournement de tendance favorable depuis 2024. Les investisseurs ont bien accueilli les réalisations financières solides du groupe et le relèvement graduel des dividendes. Aujourd'hui, avec une capitalisation boursière de 1,2 milliard de dinars, SAH LILAS traite à 17,5 x ses bénéfices et à 10 x son EBITDA estimés pour 2026. Ce niveau de valorisation ne reflète pas intégralement les perspectives de croissance organique du groupe et le potentiel de synergies avec le groupe POULINA à moyen terme. La carte de la page 5 de la présente étude montre bien que les marchés desservis par SAH sont majoritairement en Afrique et au Moyen-Orient, ce qui devrait offrir une demande supérieure aux autres marchés dans le monde.

Dans une conjoncture économique exigeante, le titre représente une opportunité d'investissement attractive à bien des égards :

- ❖ **Il s'agit d'une valeur de croissance** : Le groupe opère sur des marchés en pleine expansion. En général, les marchés africains sont caractérisés par des taux de natalité et de croissance économique élevés et sont très propices à la croissance organique ;
- ❖ **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 ;
- ❖ **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 cote. Outre sa liquidité élevée, son actionariat institutionnalisé fait du groupe une cible de choix pour les investisseurs institutionnels, notamment, les investisseurs étrangers. Et l'entrée récente au capital du groupe POULINA en est la parfaite illustration. Elle ne manquera pas de faire des émules parmi les investisseurs, constituant ainsi un catalyseur indéniable pour le titre SAH LILAS en bourse.

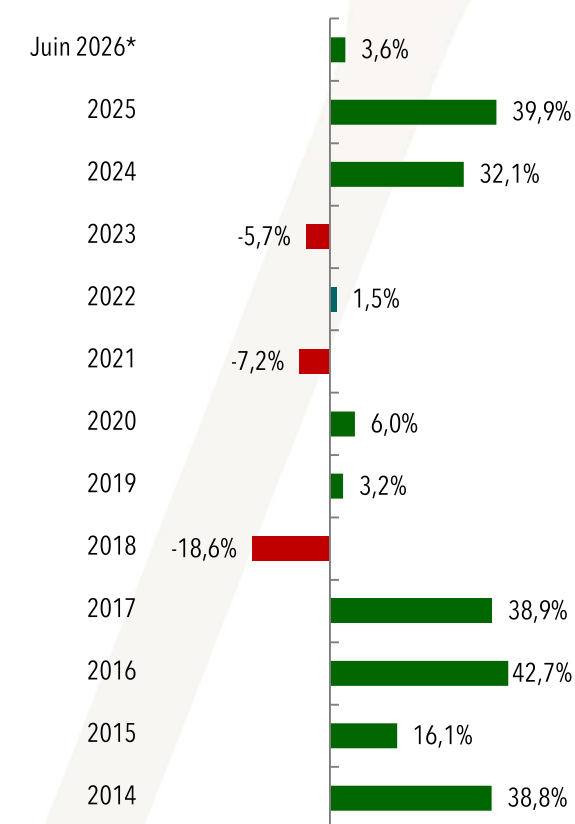
Outre son *Equity Story* pleine de rebondissements, la résilience du dinar tunisien face au dollar américain sur la période récente et la dernière circulaire BCT limitant les importations « non prioritaires » donc la concurrence importée constituent des raisons supplémentaires pour investir dans le titre SAH LILAS.

L'Assemblée Générale Ordinaire du 9 juin 2026 de SAH LILAS a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,400 Dt au titre de l'exercice 2025 (soit le même montant que l'année précédente), soit un payout de 63,7 %. La mise en paiement de ces dividendes se fera à partir du 25 juin 2026.

**Nous réitérons notre recommandation à l'Achat sur SAH LILAS.**

*« Outre sa liquidité élevée, son actionariat institutionnalisé fait du groupe une cible de choix pour les investisseurs institutionnels, notamment, les investisseurs étrangers. Et l'entrée au capital du groupe POULINA en est la parfaite illustration. Elle ne manquera pas de faire des émules parmi les investisseurs, constituant ainsi un catalyseur indéniable pour le titre SAH LILAS en bourse »*

#### Performances boursières annuelles de SAH LILAS depuis l'IPO



#### Indicateurs clés 2026e (MDt)\*

Valeur d'entreprise	1 866
Capitalisation boursière	1 210
P/E	17,5 x
VE/EBITDA	10,0 x
Dividend yield 2025	2,8 %
Dividende par action 2025	0,400 Dt

\* Chiffres calculés sur la base du cours boursier du 9 juin 2026.

## Chiffres clés de l'état de résultat de SAH LILAS

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e
Chiffre d'affaires	560,1	624,6	670,5	868,8	895,3	977,3	983,2	1 097,2
<i>Progression</i>	-	11,5%	7,4%	29,6%	3,0%	9,2%	0,6%	11,6%
Marge brute	208,2	261,4	272,7	331,8	344,9	428,9	434,9	464,8
<i>Progression</i>	-	25,5%	4,4%	21,7%	3,9%	24,4%	1,4%	6,9%
Taux de marge brute	37,2%	41,8%	40,7%	38,2%	38,5%	43,9%	44,2%	42,4%
EBITDA	81,3	110,3	102,4	134,9	141,6	187,3	175,3	187,4
<i>Progression</i>	-	35,7%	-7,2%	31,8%	4,9%	32,2%	-6,4%	6,9%
Taux de marge d'EBITDA	14,5%	17,7%	15,3%	15,5%	15,8%	19,2%	17,8%	17,1%
Résultat net part du groupe	23,0	30,6	16,2	35,3	35,7	61,6	63,3	69,1
<i>Progression</i>	-	33,4%	-47,0%	117,8%	0,9%	72,8%	2,7%	9,1%
Marge nette	4,1%	4,9%	2,4%	4,1%	4,0%	6,3%	6,4%	6,3%

Sources : états financiers consolidés de SAH LILAS et prévisions de TUNISIE VALEURS.

## Echantillon de comparables internationaux de SAH LILAS

Société	Pays	VE/Chiffre d'affaires 2026 <sup>e</sup> (x)	VE/EBITDA 2026 <sup>e</sup> (x)	PER 2026 <sup>e</sup> (x)
SAH LILAS	Tunisie	1,7	10,0	17,5
THE PROCTER & GAMBLE COMPANY	Etats-Unis	4,2	15,4	21,2
UNILEVER PLC	Royaume-Uni	2,5	11,2	15,2
KIMBERLY-CLARK CORPORATION	Etats-Unis	2,3	10,7	13,1
VINDA INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED	Hong Kong	1,3	9,5	22,4
EDGEWELL PERSONAL CARE COMPANY	Etats-Unis	0,9	7,5	10,5
HENKEL AG & CO. KGAA	Allemagne	1,3	7,1	12,2
HENGAN INTERNATIONAL GROUP COMPANY LIMITED	Chine	1,0	5,7	ND
SUOMINEN OYJ	Finlande	0,3	8,5	ND
EMAMI LIMITED	Inde	4,6	17,6	21,9
RECKITT BENCKISER GROUP PLC	Royaume-Uni	2,8	10,1	13,7
PIGEON CORPORATION	Japon	1,7	10,2	23,7
HYPERA.S.A.	Brésil	2,3	7,1	7,8
<b>Moyenne internationale</b>		<b>2,1</b>	<b>10,0</b>	<b>16,2</b>

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs 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 d'actions.

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.