



Une année 2020 à contre-courant

Le groupe SAH avait connu une année 2020 faste, profitant à contrecourant du contexte de crise sanitaire. Ce dernier a soutenu la consommation des produits des métiers hygiène et papier ainsi que le lancement des produits détergents. Sur le plan de la rentabilité, le groupe avait bénéficié de cours intéressants compte tenu de la mise à l'arrêt de l'économie mondiale et d'une absence de la demande.

Ceci s'est matérialisé par une croissance à deux chiffres des revenus consolidés, ainsi que par une amélioration de près de 4 points de la rentabilité opérationnelle brute.

... suivie d'un exercice 2021 plus challengeant

en MDT	S1 2020	S1 2021	% S1 21/20
CA	327,9	326,2	-0,5%
EBITDA	65,5	55,1	-15,9%
% d'EBITDA	20,0%	16,9%	
EBIT	44,1	30,7	-43,2%
% d'EBIT	13,4%	9,4%	
RNPG	23,4	13,3	-43,2%
% Marge nette	7,1%	4,1%	

Source : EF consolidés

L'année 2021 a été marquée en son premier semestre par une nette reprise de l'activité économique mondiale. Ceci s'est traduit par une forte fluctuation des cours des matières premières et une flambée des coûts de transport et logistiques.

Pour le groupe SAH, les répercussions se sont faites ressentir non seulement sur les ventes mais également sur le coût de production, notamment pour l'activité hygiène et papier. A l'échelle locale, l'inflation, la baisse du pouvoir d'achat, ainsi que l'aggravation de la situation sanitaire au T2 2021, ont grevé la demande, alors que la hausse des cours des matières premières (cellulose et super absorbant) ainsi que la flambée des coûts logistiques, n'ont pas pu être suffisamment répercutées sur le prix de vente final.

Il en découle ainsi un léger repli du chiffre d'affaires consolidé au premier semestre, conduit principalement par SAH Tunisie, alors que les filiales Azur papier et Azur détergents ont permis d'atténuer cette tendance baissière. La rentabilité opérationnelle brute a connu au S1 2021 une dégradation de plus de 3 points à 16,9%.

De plus, l'évolution du niveau des ventes n'a pas permis un meilleur amortissement des coûts fixes, ce qui a impacté la rentabilité opérationnelle de 4 points à la baisse à 9,4%.

Cours : 11,90 DT

Market Cap: 751 MDT

Multiples 2021p

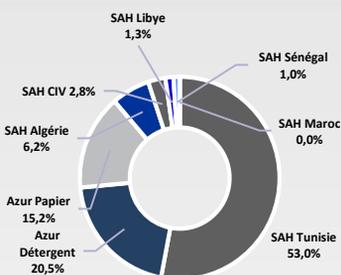
VE/EBITDA: 11,3 x

P/E : 32,7x

P/B : 2,4x

DY : 1,4%

Contribution par filiale au CA consolidé à fin septembre 2021





... et une remontée graduelle de la pente à partir de 2022

Quant à l'expansion géographique, ses effets ne seront en mesure de contrecarrer la situation de la société mère qu'à travers l'atteinte d'une taille plus conséquente.

Nous nous attendons à une progression du chiffre d'affaires limitée à 5% d'ici la fin de l'année, boostée par une meilleure situation du secteur des services en mesure d'augmenter la demande locale notamment pour SAH Tunisie qui continue de contribuer à hauteur de moitié aux revenus consolidés. Nos hypothèses sont confortées par les réalisations publiées au niveau des indicateurs d'activité au troisième trimestre de 2021.

Un tel niveau de chiffre d'affaires alourdira encore le poids des coûts fixes sur la rentabilité opérationnelle, outre la pression du coût d'approvisionnement en matières premières sur les marges.

L'année 2022 pourrait être meilleure à condition d'une amélioration de la demande locale, un maintien du trend de croissance soutenu pour les filiales papier, détergents, et d'Afrique subsaharienne.

Ceci dit, l'ombre de la hausse des prix des MP devrait continuer à planer courant 2022, ce qui maintiendrait les marges sous une relative bien que moindre pression.

Le retour à une croissance à deux chiffres et une amélioration significative des marges sera plutôt envisageable en 2023.

en MDT	2018	2019	2020	2021 p	2022 p
CA	440,4	560,1	628,1	659,6	712,3
EBITDA	62,1	81,3	115,5	100,9	111,5
% d'EBITDA	14,1%	14,5%	18,4%	15,3%	15,7%
EBIT	45,3	54,7	76,3	60,0	70,9
% d'EBIT	10,3%	9,8%	12,2%	9,1%	10,0%
RNPG	22,8	23,0	33,4	23,8	34,7
% Marge nette	5,2%	4,1%	5,3%	3,6%	4,9%
DPA (en DT)	0,00	0,15	0,23	0,17	0,22

Source : EF consolidés, prévisions Attijari Intermédiation

Opinion

Avec une diversification produit, métier et pays très intéressante, des produits très insérés dans les habitudes de consommation locale, et de nouveaux marchés de présence et cibles très jeunes et en mesure d'absorber les capacités du groupe, SAH est parvenu en 5 ans, à doubler son chiffre d'affaires et son EBITDA.

Cependant, sa dépendance des cours internationaux des principales matières premières pour l'activité hygiène et papier demeure l'état de resserrement de ses marges à chaque cycle de demande haussier. La diversification métier et géographique ainsi que l'intégration croissante, constituent ses majeurs relais de croissance et d'amélioration de la rentabilité opérationnelle. La réduction du niveau d'endettement via le renforcement des fonds propres pourrait également être une piste pour dégager de meilleurs niveaux de rentabilité financière.



Département Analyse et Recherche

Ines Khouaja
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn

Département Commercial

Aroua Rouissi
rouissi.aroua@attijaribourse.com.tn

Marwa Cheour
marwa.cheour@attijaribourse.com.tn

Malek Horchani
horchani.malek@attijaribourse.com.tn

Avertissement

Risques

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

Limites de responsabilité

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la décision. Il endosse la totale responsabilité de ces choix d'investissement. Attijari Intermédiation ne peut en aucun moment être considéré comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Le Département analyse et Recherche n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, le Département Analyse et Recherche ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence.

En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui leurs sont présentées avec leurs objectifs et contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur.

Le Département Analyse et Recherche ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation.

Sources d'information

Nos publications se basent sur une information publique. Le Département Analyse et Recherche œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, il n'est en mesure de garantir ni sa véricité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs.

Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de le Département Recherche.

Changement d'opinion

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publiques pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

Indépendance d'opinion

Les décisions d'investissement du Groupe AttijariBank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations ou les stratégies publiées dans les notes de recherche d'Attijari Intermédiation.

Rémunération et courant d'affaires

Les analystes financiers responsables de l'édition de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, tels que la qualité de la recherche et la pertinence des sujets abordés Attijari Intermédiation ou sa maison mère pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications du Département Analyse et Recherche d'Attijari Intermédiation.

Adéquation des objectifs

Le Département Analyse et Recherche ne produit pas des notes de recherche à la demande. Ses publications ont été préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les instruments et les stratégies traités pourraient ne pas convenir à l'ensemble des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les résultats escomptés.

Propriété et diffusion

Ce document est la propriété du Département Analyse et Recherche d'Attijari Intermédiation. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la direction d'Attijari Intermédiation. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Intermédiation ou une des filiales du Groupe.