

ETUDE  
**SAH LILAS : « LA »**  
**VALEUR DE**  
**CROISSANCE PAR**  
**EXCELLENCE**

## SAH LILAS, une valeur à fort potentiel de croissance

### I. Points clés

#### Fin du cycle d'investissement lourd

Avec la création de ses filiales AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUES et AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES, le groupe SAH sonne la fin de son cycle d'investissement en CAPEX lourd (des investissements de 370 MDt sur la période 2018 - S1 2023) et entame une nouvelle phase d'expansion avec l'entrée en production prochaine de ses deux filiales. Le groupe devrait, en conséquence, commencer à récolter les fruits de ses investissements et atteindre de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité.

#### Lancement de l'activité "Cosmétiques"

Cette activité constitue le nouveau cheval de bataille de SAH. Localisée à Zeriba, Zaghouane, l'usine de la nouvelle filiale dédiée à cette ligne de métier sera dotée d'une capacité de production de 25 000 tonnes par an et entrera en exploitation au T1 2024. Elle sera spécialisée dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après shampoing, du gel douche, du déodorant, du Roll-On, du dentifrice, des masques et des sérums pour les cheveux et produira plus de 250 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/ exploiter la notoriété de la marque Lilas ;
- iii/ et atteindre de nouveaux consommateurs en pénétrant un nouveau marché.

#### Expansion et consolidation de la présence à l'international

Le groupe SAH continue à explorer de nouveaux marchés à l'export notamment au Moyen Orient et Afrique Sub-Saharienne et à renforcer son positionnement sur les marchés locaux dans lesquels il est implémenté à savoir la Tunisie, la Libye, l'Algérie, la Côte d'Ivoire, et le Sénégal.

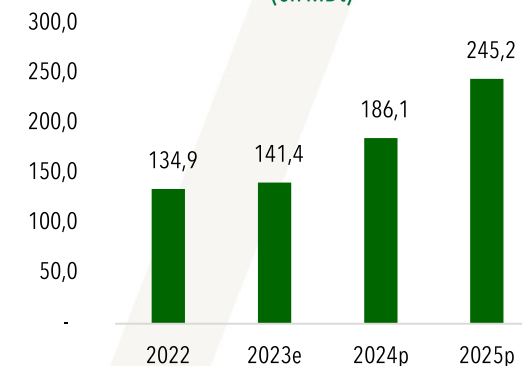
#### Amélioration de la rentabilité

Le groupe SAH prévoit un accroissement dans sa rentabilité accentué par l'entrée en exploitation de sa filiale dédiée aux produits cosmétiques, la consolidation de l'activité "Détergent" ainsi que la baisse progressive des prix des matières premières sur les marchés internationaux. En outre, la baisse des prix des matières premières a déjà impacté positivement la rentabilité du dernier trimestre 2023.

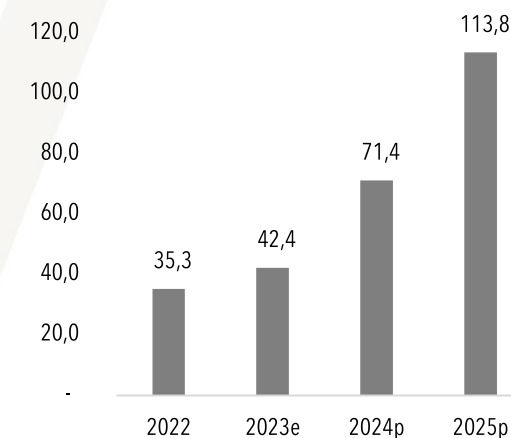
#### Optimisation du BFR et réduction de l'endettement

Le groupe SAH met l'accent sur l'optimisation de son besoin en fonds de roulement en améliorant les délais de paiement de ses clients, en réduisant les niveaux de stocks et en négociant des termes de paiement favorables avec les fournisseurs, dans l'objectif de diminuer ses engagements financiers à court terme. Cet effort a commencé au deuxième semestre et a déjà impacté positivement la dette nette à fin 2023.

Evolution prévisionnelle de l'EBITDA consolidé (en MDt)



Evolution prévisionnelle du résultat net part du groupe (en MDt)



## II. Présentation du groupe

Créée en 1994 par Mme Jalila MEZNI et M. Mounir EL JAIEZ, 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 onze sites de production et actif 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, 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

Benjamine du groupe, l'activité de production des détergents a été lancée en 2016, suite à la création de la filiale AZUR DETERGENT. Le groupe détient actuellement 72% du capital de cette entité. Le reliquat est détenu par des SICAR. 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 en poudre (main et machine) et les détergents liquides (main et machine).

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 entrera en exploitation au T1 2024 avec une commercialisation de plus de 250 produits sur le marché local.

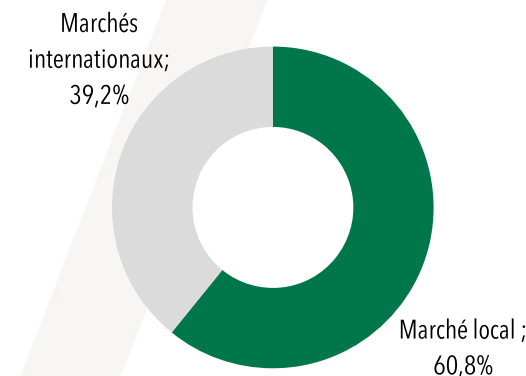
## III. Faits et éléments saillants au 30 juin 2023

Le groupe SAH a publié au titre du premier semestre 2023 des résultats mitigés, combinant croissance du Top Line et baisse de la rentabilité. L'activité d'exploitation a poursuivi son élan de croissance avec une hausse du chiffre d'affaires de 7,9 % à 428,9 MDt et une progression de l'EBITDA de 4,8 % à 64,1 MDt. Cependant, la rentabilité a été négativement impactée par la consommation de stocks de matières premières constitués en 2022 (dont les prix étaient au plus haut) ainsi que par l'élargissement des charges financières (+7,3 % à 21 MDt). Le groupe dégage, in fine, un résultat net part du groupe de 12,4 MDt (en retrait de 6,8 % par rapport au premier semestre 2022).

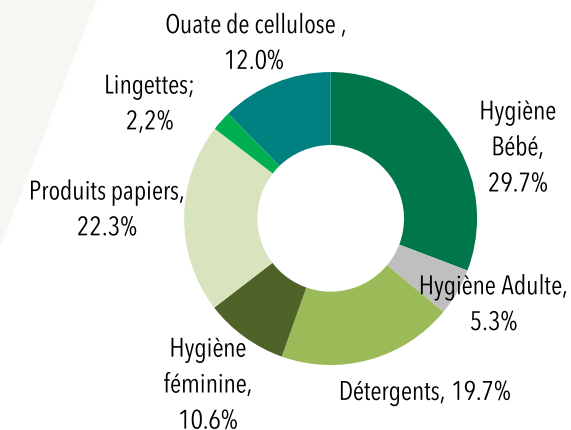
### Actionnariat (au 28.11.2023)

JM HOLDING	65,7%
EQUITY CAPITAL	7,3%
Autres actionnaires	27,0%

### Répartition géographique des revenus consolidés (2023)



### Répartition des revenus par gamme de produits (2023)



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 de 370 MDt sur la période 2018 - S1 2023) et au vu des crédits de gestion contractés dans le cadre du financement de ses stocks de matières premières (notamment durant la période inflationniste), SAH estime sa dette nette ajustée\* à 344,5MDt à fin 2023. Ce niveau d'endettement ne nous semble pas alarmant au vu du processus d'optimisation du BFR initié par le groupe au S2 2023 et dont les bienfaits sont déjà visibles au 31 décembre 2023. Par ailleurs, les fondamentaux du groupe restent solides et la montée en régime des nouveaux investissements notamment « le projet Cosmétiques » devrait permettre de doper davantage les cash-flows et de désendetter progressivement le bilan du groupe dans les prochaines années.

#### IV. Perspectives et prévisions 2023-2025

Le meilleur reste à venir pour SAH Lilas. La période 2023-2025 sera une période charnière pour le groupe. Arrivé au terme de sa période d'investissement, le groupe entame une nouvelle phase d'expansion avec le démarrage de l'activité des cosmétiques, la consolidation de sa présence à l'international et l'amélioration de la rentabilité grâce notamment à la baisse des prix de matières premières. Le groupe devrait, en conséquence, commencer à récolter les fruits de ses investissements et atteindre de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité.

Ce changement de dimension serait perceptible sur les fondamentaux et les indicateurs d'activité du groupe sur la période prévisionnelle. Il s'appuierait, selon nous, sur les facteurs suivants :

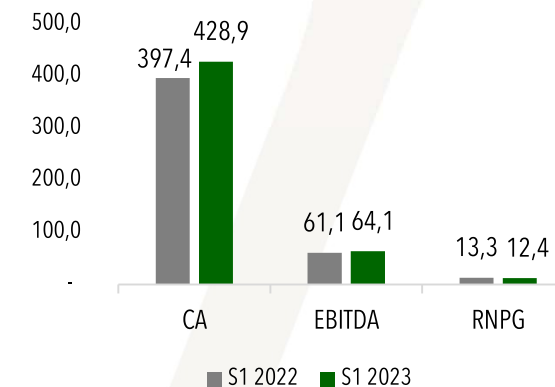
**1. Activité hygiène :** Sur la période 2023-2025, SAH devrait continuer à consolider sa position de leadership sur ses marchés cibles. Les réalisations futures du groupe tireraient parti de la poursuite de la stratégie du développement de l'export et de l'expansion régionale (vers les marchés de l'Afrique subsaharienne, le marché français et les marchés de la région du Moyen-Orient). LILAS bénéficiera, par ailleurs, d'un meilleur contexte international sur le plan des coûts logistiques et des matières premières. Les marchés internationaux des matières premières connaissent un retour graduel à la normalité des prix depuis le T4 2023. La stabilité des prix devrait, à notre avis, se prolonger sur l'année 2024 avant d'afficher une tendance baissière en 2025.

**2. Activité ouate de cellulose :** A travers sa filiale Azur Papier, le groupe SAH opère deux lignes de production de l'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 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. Localisée à Zeriba, Zaghouane, l'usine de la nouvelle filiale dédiée à cette ligne de métier est dénommée AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE. Elle a coûté la somme de 70 MDt et elle sera dotée d'une capacité de production de 25 000 tonnes par an.

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



Chiffres consolidés en MDt	2020	2021	2022	S1 2023
Cash-Flow d'exploitation	67,8	51,8	11,3	-43,7
Investissements	72,1	33,1	41,4	33,0
Free Cash-Flow	-	4,2	18,7	-30,1
Dette nette reportée	333,5	358,6	397,5	498,1
Gearing	85,0%	98,3%	100,6%	-
ROE	7,2%	3,2%	10,7%	-
ROCE	9,5%	5,5%	9,8%	-

\* Dette nette ajustée compte tenu d'un crédit d'impôt et d'une subvention non encore payés et compte non tenu des dettes de ses filiales "Cosmétiques" et "Plastiques", non encore opérationnelles.

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 cosmétiques 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.

Comme signalé plus haut dans la présente étude, la nouvelle usine dédiée à cette ligne de métier entrera en exploitation au T1 2024. Elle sera spécialisée, dans un premier temps, dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après shampoing, du gel douche, du déodorant, du Roll-On, du dentifrice, des masques et des sérums pour les cheveux. 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 ». Benchmarkée à l'activité Détergents, l'activité Cosmétiques devrait générer un chiffre d'affaires légèrement supérieur à 100MDt au cours de sa première année d'exploitation.

**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.

A l'instar de l'exercice 2022 qui a été marqué par une spectaculaire croissance en termes de capacité bénéficiaire, les prochains exercices devraient, toutes choses étant égales par ailleurs, marquer une nette consolidation de la rentabilité financière du groupe. A notre avis, 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. Le groupe devrait, par ailleurs, entrer dans une phase de désendettement et de génération des cash-flows, impliquant une baisse des frais financiers.

Du côté des chiffres, et à l'échelle du groupe, nous tablons sur la période 2023-2025 sur :

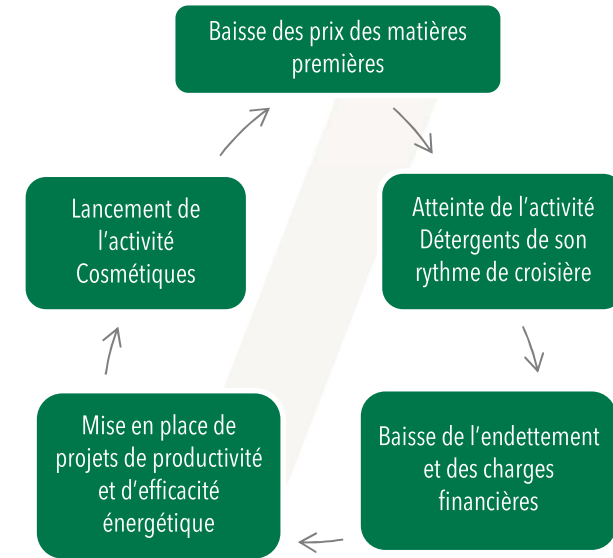
- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 20 % pour atteindre 1,3 milliard de dinars à l'horizon 2025 ;
- une progression annuelle moyenne de 31,7 % de l'EBITDA pour s'établir à 245 MDt d'ici 2025 ;
- une envolée du Bottom Line de 63,9 % en moyenne sur la période prévisionnelle pour atteindre 114 MDt à l'horizon 2025.

## V. Comportement boursier et opinion de TUNISIE VALEURS

Malgré le relèvement des dividendes et les performances supérieures aux promesses en 2022, le titre SAH peine à décoller en Bourse, affichant en 2023 une performance annuelle dans le rouge (une correction de -5,7%). Depuis le début de la nouvelle année, SAH affiche une légère baisse de -1,9%.

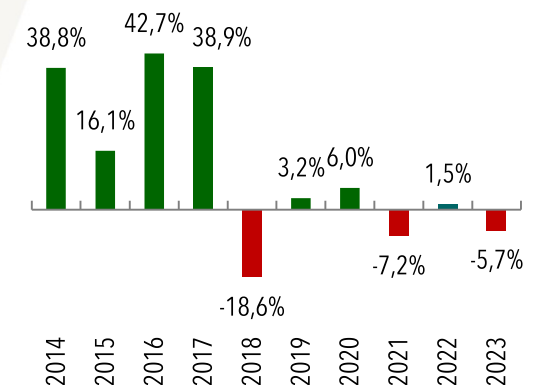
Aujourd'hui, avec une capitalisation boursière de 659,5 MDt, SAH Lilas traite à 9,2 x ses bénéfices et à 5,4 x son EBITDA estimés pour 2024. Un niveau de valorisation attrayant dans l'absolu et comparativement à la moyenne internationale. Par ailleurs, nous estimons que ce niveau de valorisation ne reflète pas intégralement les perspectives de croissance organique du groupe et son potentiel de rebond à moyen terme.

## Le « cercle vertueux » des prochains exercices



« 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 »

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



Dans une conjoncture malmenée par la crise économique en Tunisie et par la stagflation, le titre représente une opportunité d'investissement attractive à bien des égards :

- Il s'agit d'une valeur défensive opérant dans un secteur peu sensible aux cycles économiques baissiers ;
- 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 ;
- 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 place. Outre sa liquidité élevée, son actionariat 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.

### Business Plan consolidé

Chiffres consolidés (en MDt)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024p	2025p
Revenus	560,1	624,6	670,5	868,8	909,4	1091,3	1309,5
Progression	-	11,5%	7,4%	29,6%	4,7%	20,0%	20,0%
Marge brute	208,2	261,4	272,7	331,8	359,3	436,6	523,9
Progression	-	25,5%	4,4%	21,7%	8,3%	21,5%	20,0%
Taux de marge brute	37,2%	41,8%	40,7%	38,2%	39,5%	40,0%	40,0%
EBITDA	81,3	110,3	102,4	134,9	141,4	186,1	245,2
Progression	-	35,7%	-7,2%	31,8%	4,8%	31,5%	31,8%
Marge d'EBITDA	14,5%	17,7%	15,3%	15,5%	15,6%	17,0%	18,7%
Résultat net consolidé	22,1	28,3	11,7	42,2	50,6	85,3	136,0
Progression	-	28,1%	-58,6%	259,7%	19,9%	68,5%	59,5%
Résultat net part du groupe	23,0	30,6	16,2	35,3	42,4	71,4	113,8
Progression	-	33,4%	-47,0%	117,8%	19,9%	68,5%	59,5%
Marge nette	4,1%	4,9%	2,4%	4,1%	4,7%	6,5%	8,7%

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

Indicateurs Clefs 2024e (MDt)	
Enterprise Value	1004,0
Capitalisation boursière	659,5
P/E	9,2x
VE/EBITDA	5,4x
Dette nette/ VE	34,3%
Dividend Yield	4,5%
Dividende par action 2022	0,330 Dt

### Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/Chiffre d'affaires 2024e (x)	VE/EBITDA 2024e (x)	PER 2024e (x)
SAH LILAS	Tunisie	0,9	5,4	9,2
EDGEWELL PERSONAL CARE COMPANY	Etats-Unis	1,3	8,8	13,6
EMAMI LIMITED	Inde	5,9	21,8	27,8
HENGAN INTERNATIONAL GROUP COMPANY LIMITED	Chine	0,9	4,8	8,4
HENKEL AG & CO. KGAA	Allemagne	1,4	8,4	15,1
HYPERA S.A.	Brésil	3,1	8,7	10,5
KIMBERLY-CLARK CORPORATION	Etats-Unis	2,4	12,4	17,8
PIGEON CORPORATION	Japon	1,6	8,8	20,3
RECKITT BENCKISER GROUP PLC	Royaume-Uni	3,2	12,1	16,6
SUOMINEN OYJ	Finlande	0,5	6,0	17,9
THE PROCTER & GAMBLE COMPANY	Etats-Unis	4,7	17,3	24,6
UNILEVER PLC	Royaume-Uni	2,3	11,5	16,5
VINDA INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED	Hong Kong	1,4	11,2	24,2
<b>Moyenne internationale</b>		<b>2,4</b>	<b>11,0</b>	<b>17,8</b>

Sources: S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.