

Compte de résultat

En mDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
Chiffre d'affaires	339,2	373,4	440,4	560,1	628,1	722,4
<i>Progression</i>	-	10%	18%	27%	12%	15%
Marge brute	101,3	141,9	113,6	208,2	264,9	292,5
Taux de marge brute	29,7%	37,7%	25,7%	36,9%	41,9%	40,3%
EBITDA	64,7	72,1	62,1	81,3	115,5	124,0
<i>Progression</i>	-	11%	-14%	31%	42%	7%
Marge d'EBITDA	19,1%	19,3%	14,1%	14,5%	18,4%	17,2%
Résultat net part du Groupe	33,2	24,6	22,8	23,0	33,4	39,3
<i>Progression</i>	-	-26%	-8%	1%	45%	18%
Marge nette	9,8%	6,6%	5,2%	4,1%	5,3%	5,4%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ Le bilan de l'année 2020 s'est avéré en deçà des attentes pour le Groupe SAH Lilas. La crise de la Covid-19 a généré des retards dans le plan de développement du Groupe et a ralenti la croissance des ventes surtout à l'exportation. Malgré les surcoûts de la crise, SAH Lilas est parvenu à afficher une croissance à deux chiffres au niveau des revenus et à consolider sa rentabilité.

♦ Le Groupe est en bonne voie pour poursuivre sa croissance en 2021 grâce à sa stratégie de développement. Les réalisations de l'année en cours devront profiter de l'augmentation de capacité de SAH Tunisie et de Azur Détergent avec l'utilisation d'une technologie de production plus performante et du démarrage depuis le mois de Février 2021 de l'extension de capacité de Azur Papier. 2021 sera aussi la première année pleine d'exploitation pour l'usine sénégalaise. Selon le management, les investissements engagés par le Groupe, sur les dernières années, devraient atteindre leur rythme de croisière à partir de 2022.

♦ Dans une conjoncture malmenée par la crise de la Covid-19, le titre 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 confirme son retour aux dividendes, envoyant un signal fort au marché que le Groupe a entamé une phase de génération de cash flow, 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 le titre.

Prix : 12,450 Dt

Acheter (+)

Actionnariat

JM Holding*:	62,7%
ECP AFRICA FUND:	5,5%
Flottant:	31,8%

Capitalisation boursière: 814MDt

Ratios boursiers**:

PER 2021e:	20,7x
Yield 2020:	1,8%
EV/EBITDA 2021e:	9,7x
ROE 2020:	15%
Performance 2021:	+1,2%

* Holding codétenue par Madame Jalila MEZNI et le fonds d'investissement RMBV.

** Données au 17 Juin 2021.

« 2021 devrait inaugurer un nouveau cycle de croissance pour le Groupe. Les investissements lourds étant derrière le Groupe, les prochaines années devraient s'inscrire sous le signe du retour sur investissement, de la croissance à deux chiffres au niveau des revenus et de la génération de cash flow »

I- Présentation du Groupe SAH Lilas

- Créée en 1994 par Madame 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 huit sociétés qui opèrent dans trois lignes de métier:

1) La production de produits d'hygiène et papier

- Cœur de métier du groupe (près de 80% des revenus en 2020), l'activité d'hygiène et papier est assurée par la société mère et par des filiales industrielles (Algérie, Libye et Côte d'Ivoire) 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 du Groupe.
- 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 d'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 couvre 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 demi l'ancienne ligne pour un coût total de 86 millions de dinars. Une part de 40% de la production de cette deuxième ligne sera destinée aux besoins du Groupe. Le reliquat sera 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

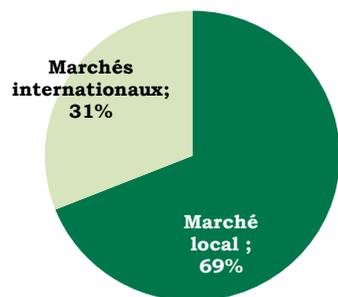
- Benjamine du Groupe, l'activité de production des détergents a été lancée en 2016, par la création de la filiale Azur Détergent. Le Groupe détient actuellement 51% de cette entité. Le reliquat est détenu par des SICAR sous forme de portage qui va être racheté par la société mère.
- Il va sans dire 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).
- SAH Lilas dispose aujourd'hui de 225 références produits toutes activités confondues. Le Groupe réalise 31% 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 deux pays dans la région MENA à savoir le Qatar et le Liban).
- Après avoir ouvert 20% du capital au public au moment de l'introduction, le flottant du capital a progressé graduellement pour dépasser 37%. Une proportion dont les étrangers constituent une partie non négligeable (de 10,2%). Le titre est prisé par les investisseurs étrangers pour sa dimension continentale et sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement.

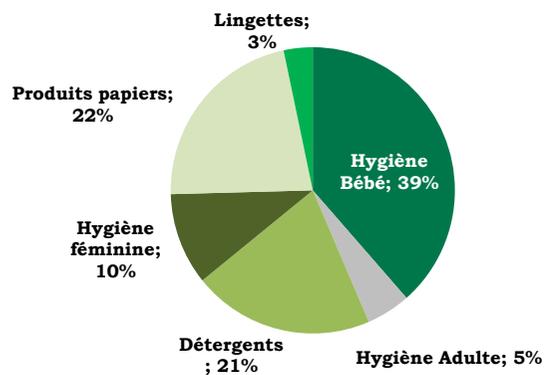
« Le développement de l'activité des détergents s'inscrit dans le cadre d'une stratégie de diversification qui capitalise sur le circuit de distribution bien rodé du Groupe et qui cible à long terme des marchés à l'export »

Répartition géographique des revenus (2020)

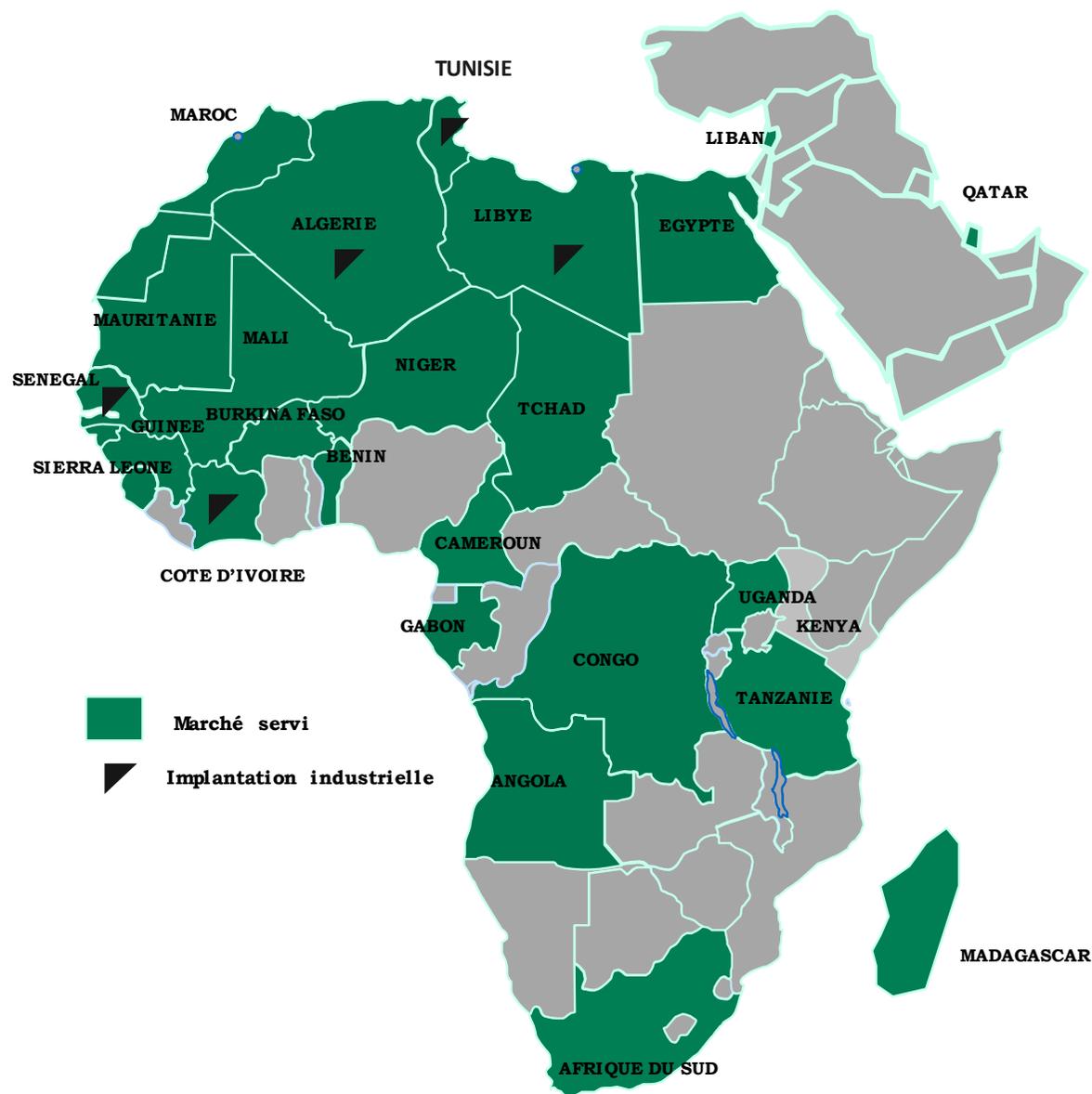


« SAH Lilas jouit d'une dimension internationale indéniable et d'une couverture géographique diversifiée (une vingtaine de pays en Afrique et deux pays dans la région MENA à savoir le Qatar et le Liban).

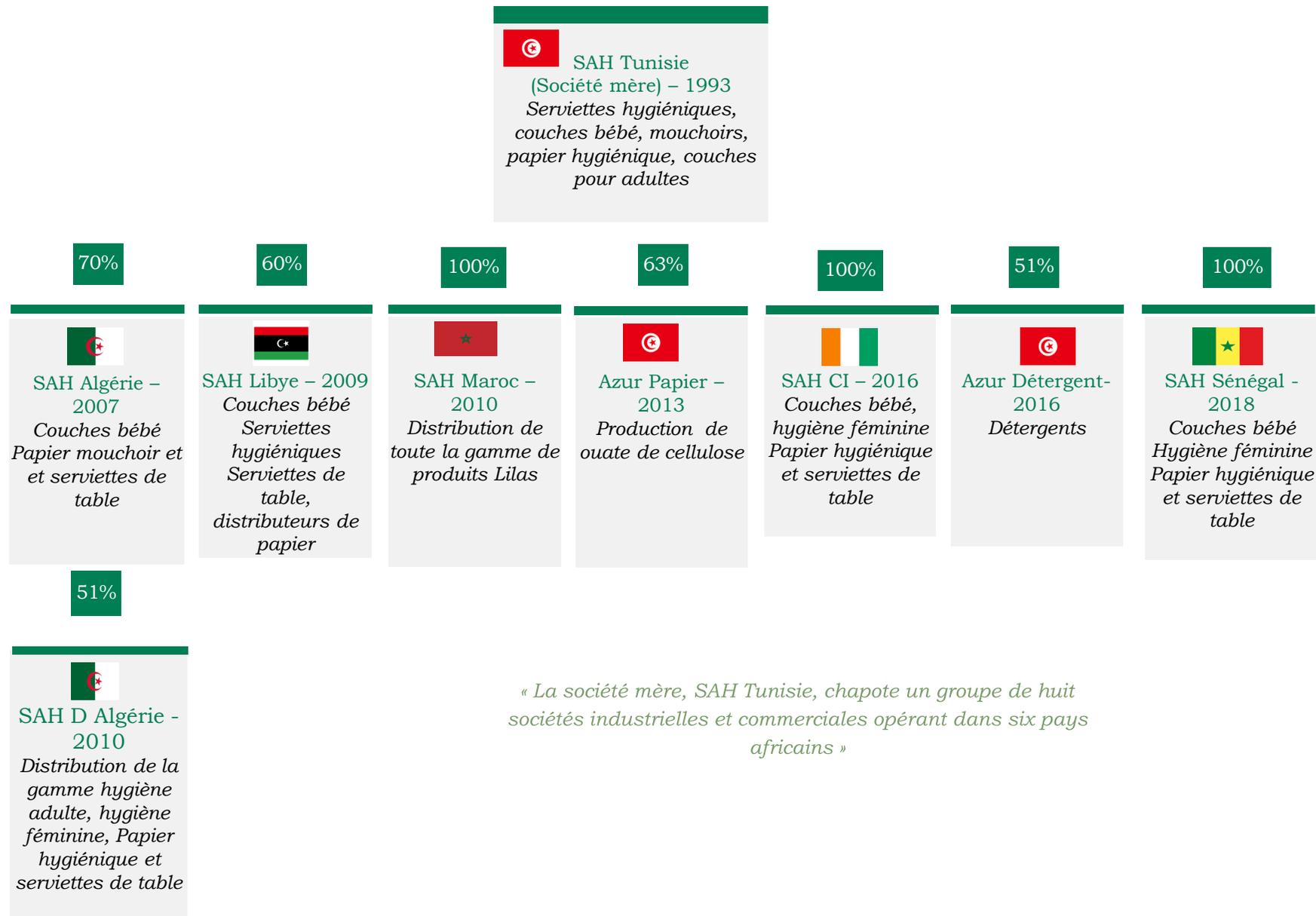
Répartition des revenus par type de produits (2020)



Présence géographique commerciale et industrielle du groupe SAH Lilas (2020)



Périmètre du Groupe SAH Lilas (2020)



« La société mère, SAH Tunisie, chapote un groupe de huit sociétés industrielles et commerciales opérant dans six pays africains »

II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2020

▪ 2020 a été une année au goût de la crise pour le Groupe SAH Lilas. Si l'activité du Groupe revêt un caractère défensif, la crise de la Covid-19 a généré des retards dans le plan de développement du Groupe et a engendré un important manque à gagner au niveau des ventes.

▪ En réalité, la performance financière du Groupe a été impactée par le contexte macroéconomique global. Malgré les bonnes performances réalisées, le taux de réalisation des objectifs de résultat net aurait pu être beaucoup plus élevé n'eussent été les effets de l'inflation et du taux de change sur les coûts des inputs, et par conséquent les marges.

▪ Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe a enregistré une croissance de 12,1% à 628,1MDt, soit un écart de 28,6% par rapport au business plan du dernier appel au marché de 2019. Ce décalage résulte de: 1) les retards dans le projet d'augmentation de capacité d'Azur Papier qui aurait dû démarrer en 2019 (la filiale spécialisée dans la production d'ouate de cellulose) et dans le démarrage de la filiale au Sénégal initialement prévus pour le deuxième semestre 2020 et 2) les perturbations dans les livraisons et la sous-activité générés par les restrictions des déplacements sur le territoire tunisien et la suspension des vols internationaux ainsi que la fermeture des frontières en Tunisie, en Libye et en Algérie, et ce en réponse à la propagation de la pandémie de la Covid-19. A titre d'exemple, la fermeture des frontières en Algérie a généré une rupture de matières premières de quelques semaines chez la filiale algérienne.

▪ Alors que les ventes locales ont opposé la meilleure résistance au contexte pandémique

(+23,7% à 444,7MDt), les ventes à l'export ont été touchées par la crise (-6,2% à 200,2MDt).

▪ A noter que la progression des revenus consolidés a été tirée par la croissance d'Azur Détergents, qui a connu sa première année pleine d'exploitation en 2020, et soutenue par les bonnes performances de SAH Tunisie.

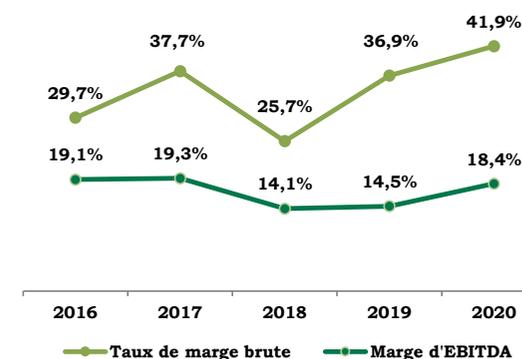
▪ En 2020, le Groupe a affiché une amélioration notable de sa rentabilité d'exploitation. Le taux de marge brute a enregistré une avancée de 5 points de pourcentage à 41,9%, soit le niveau le plus élevé dans la vie boursière du Groupe. Cette amélioration trouve son origine dans la baisse des prix des matières premières, notamment la cellulose, le super absorbent et la pâte à papier survenue en 2019 et impactant positivement le coût de la production en 2020. Le Groupe a, également, bénéficié de l'impact de l'optimisation de ses processus de production, à travers la réduction des taux de déchet et du deuxième choix.

▪ L'amélioration de la marge brute combinée aux gains des économies d'échelle réalisées sur les achats et consommations groupés ont valu à SAH Lilas d'augmenter sa marge d'EBITDA de 3,9 points de pourcentage à 18,4%, contre une moyenne de 14,3% sur la période 2018-2019. L'EBITDA s'est, quant à lui, envolé de 42% à 115,5MDt.

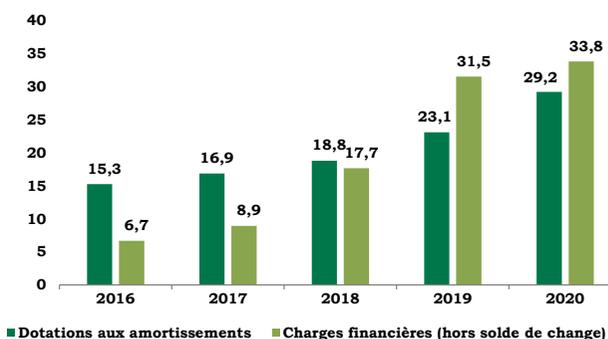
▪ Le recours important à l'endettement et la politique intensive d'investissement adoptée sur les dernières années (une enveloppe de 354,1MDt, sur la période 2016-2020) se sont matérialisés par la flambée des dotations aux amortissements (une augmentation de 26,5% à 29,2MDt, en 2020) et par des charges financières importantes (quoiqu'en légère baisse de 2,8% à 39,7MDt, en 2020). Ces charges ont pesé sur la rentabilité nette du Groupe

en 2020. SAH Lilas a finalement terminé l'année avec une croissance de son résultat net part du groupe de 45,5% à 33,4MDt, soit un taux de réalisation de l'objectif de près de 80%.

Evolution des marges



Dotations aux amortissements et des charges financières (hors solde de change) en MDt



▪ En 2020, SAH Lilas a retrouvé son appétit pour l'endettement. La dette nette a cru de 18,4% à 382,4MDt, soit un gearing de 96,2%, contre 85,5% en 2019. Le management a précisé qu'une bonne partie de la hausse de l'endettement, en 2020, provient du financement des stocks en préparation à l'entrée en exploitation de la deuxième ligne de production d'ouate de cellulose.

▪ 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 flow et de désendetter le bilan du Groupe dans les prochaines années.

En MDt	2016	2017	2018	2019	2020
Cash Flow d'exploitation	27,7	- 25,3	- 53,1	30,2	67,8
Investissements	28,2	64,9	76,6	132,4	91,1
Free Cash Flow	- 0,4	- 90,3	- 129,8	- 102,2	- 23,3
Dette Nette ajustée	125,8	215,4	284,7	322,8	382,4
Gearing	70%	103%	102%	85%	96%
ROE	24%	15%	12%	11%	15%
ROCE	16%	18%	11%	9%	10%

▪ 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.

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.

« Les fondamentaux du Groupe restent solides et la montée en régime des nouveaux investissements devrait permettre de doper davantage les cash flow et de désendetter le bilan du Groupe dans les prochaines années »

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.

III- Perspectives d'avenir & prévisions

▪ Après avoir consolidé son leadership en Tunisie, Libye et Mauritanie, SAH Lilas s'est lancé de nouveaux défis : l'expansion régionale, la diversification des activités et l'intégration en amont et l'innovation.

1/ L'expansion régionale : Après le lancement réussi des filiales algérienne et libyenne, Lilas SAH 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, sur le moyen terme pénétrer les marchés de l'Afrique de l'Est. Pour ce faire, le management a annoncé sa volonté d'étendre les activités en Afrique de l'Est, à savoir le Kenya et l'Ouganda, en établissant une base de distribution des couches bébés et des produits d'hygiène féminine destinés

à la fois aux marchés domestiques et aux marchés limitrophes.

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 juin 2019 et a permis au Groupe de se tailler une bonne part de marché en l'espace d'un an 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 sur le moyen terme.

▪ 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. La société augmentera, à partir de la deuxième moitié de 2021, sa capacité de production des détergents liquides poudre ainsi que des emballages en plastique.

▪ 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.

▪ Interrogé sur l'opportunité de pénétrer le segment des produits cosmétiques, le management a affirmé qu'il est en train d'étudier la possibilité d'étendre les produits d'Azur Détergent à d'autres segments de marché et qu'il informera le marché des résultats de sa revue stratégique.

3/ L'intégration en amont: Etant opérationnel depuis Février dernier, 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 Algérie, Libye, Sénégal et Côte d'Ivoire. SAH envisage, également, d'installer une nouvelle ligne de production de couches bébé au Sénégal. Tous ces projets devraient entrer en exploitation en 2021.

- Selon le management, tous les investissements entrepris sur les dernières années devraient atteindre leur vitesse de croisière à partir de 2022.

- La rentabilité du Groupe devrait, par ailleurs, s'améliorer dans les prochaines années bénéficiant de: i) l'optimisation du processus des opérations et (ii) de la maîtrise des charges financières par la limitation du recours à l'endettement financier. Pour maintenir la solidité de sa liquidité, le Groupe a procédé à l'optimisation des délais avec ses fournisseurs et ses clients avec une intensification des efforts de recouvrement.

- Interpellé sur la filiale marocaine, l'équipe de direction a expliqué qu'elle a décidé de mettre cette entité en veilleuse et de la remplacer par un distributeur local.

- SAH Lilas a démarré l'année 2021 en douceur. Le chiffre d'affaires consolidé a cru de 5,4% sur le premier trimestre à 170,9MDt. La croissance des ventes a été dopée par les filiales implantées en dehors des frontières (+14,8% à 61,3MDt). Une

moindre croissance a été enregistrée au niveau de la société mère SAH Tunisie (+4.5%) suite au changement de sa politique commerciale. En effet, la société, favorisant les paiements au comptant (pour sécuriser son recouvrement), a vu ses ventes en volume diminuer compte tenu de la détérioration de la liquidité chez certains clients. Par ailleurs, la croissance des revenus consolidés a été freinée par la filiale libyenne, suite à la dépréciation de la monnaie locale par rapport au dinar tunisien, et la filiale algérienne dont les importations de matières premières ont été perturbées par les conditions sanitaires actuelles, engendrant une rupture de stock d'un mois.

- Vu l'entrée en exploitation de l'extension de capacité de l'usine d'ouate de cellulose depuis Février dernier, nous pensons que SAH Lilas devrait se rattraper sur le reste de l'année en cours. A notre sens, cette extension de capacité devrait non seulement renflouer les revenus, mais elle devrait, également, amortir l'effet de la hausse du prix des matières premières que les marchés connaissent actuellement en cette période de déconfinement progressif, selon les dires du management. Ainsi, sur l'année pleine 2021, nous tablons sur une croissance du chiffre d'affaires consolidé de 15% à 722,4MDt et un bond du résultat net part du groupe de 17,7% à 39,3MDt.

IV- Parcours boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- Depuis 2018, le Groupe 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.

- Aujourd'hui, avec une capitalisation de 814MDt, SAH Lilas traite à 9,7x son EBITDA estimé pour 2021. Un niveau de valorisation attrayant comparativement à la moyenne internationale (voir tableau dans la page suivante).

- Dans une conjoncture malmenée par la crise de la Covid-19, 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 des ambitions internationales.

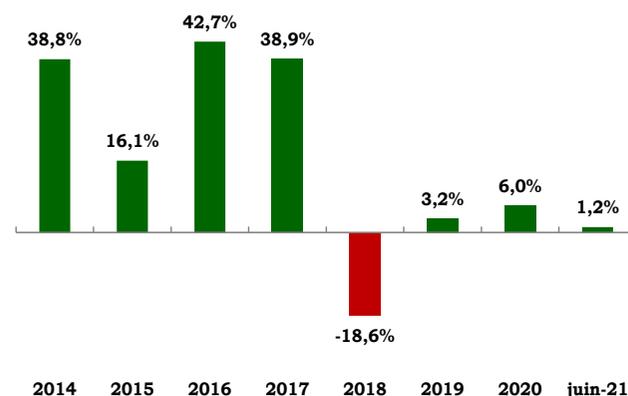
4) Il s'agit d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels: Grâce à la taille de sa capitalisation boursière et de son flottant, SAH Lilas figure parmi les titres les plus liquides de la place. Outre sa liquidité élevée, son actionnariat institutionnalisé fait du Groupe une cible de choix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

« SAH Lilas est une valeur à triple facette, combinant un business model défensif, un profil élevé de croissance et un cachet international. Des spécificités qui lui valent aujourd'hui d'être sous la loupe des investisseurs institutionnels aussi bien locaux qu'étrangers »

▪ Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.

▪ L'Assemblée Générale Ordinaire du 18 Juin 2021 a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,230Dt au titre de l'exercice 2020 (contre un dividende de 0,150Dt par action versé au titre de l'exercice 2019), et ce à partir du 23 Juin 2021. Les dividendes seront distribués en franchise de retenue à la source.

Performances boursières de SAH Lilas depuis son introduction en bourse



Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E 2021e	VE/Chiffre d'affaires 2021e	VE/EBITDA 2021e
SAH Lilas	Tunisie	20,7	1,7	9,7
Emami Limited	Inde	31,0	7,0	23,2
Kimberly-Clark de Mexico SAB de CV	Mexique	18,4	2,6	9,7
Hypera S.A.	Brésil	14,8	3,8	11,3
KP Tissue Inc.	Canada	26,9	N/D	N/D
Kimberly-Clark Corp.	Etats-Unis	18,1	2,7	12,0
Edgewell Personal Care Co.	Etats-Unis	15,0	1,5	8,8
Suominen Yhtymä Oyj	Finlande	10,0	0,8	6,1
Amorepacific Corp.	Corée du sud	45,7	3,1	16,9
Kao Corp.	Japon	25,2	2,3	12,1
Pigeon Corp.	Japon	39,7	4,1	19,9
Hengan International Group	Iles cayman	10,9	2,1	7,7
Vinda International Holdings Limited	Iles cayman	14,5	1,9	8,9
Unilever PLC	Royaume-Uni	19,7	3,0	13,3
The Procter and Gamble Company	Etats-Unis	22,6	4,5	15,6
Reckitt Benckiser Group plc	Royaume-Uni	21,3	4,1	15,6
Henkel AG & Co. KGaA	Allemagne	17,0	2,0	11,0
Mediane		19,1	2,7	12,0

Source: Infront Analytics