

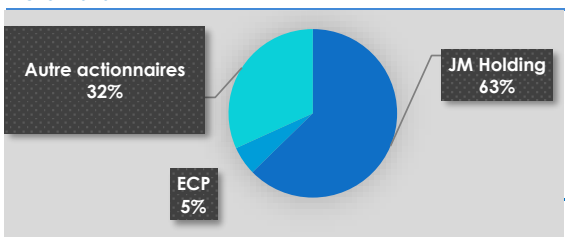
Forte résilience malgré un contexte exceptionnel

2022 devrait être une année de retour à la normale pour le groupe SAH après une année 2021 difficile à plusieurs niveaux. Le leader local d'hygiène papier et hygiène bébé poursuivra sa croissance commerciale et reviendra à ses niveaux de rentabilité antérieure avant de rebondir à partir de 2023. L'amélioration des fondamentaux de croissance et la mise en place des plans de productivité contribueraient à la nette amélioration de la rentabilité. L'entrée en activité d'Azur Cosmétique, espérée en 2023, devrait aussi pouvoir un complément de rentabilité au groupe qui poursuit son développement au niveau local et à l'export.

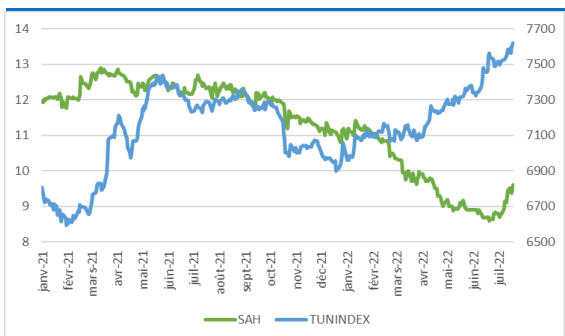
Données Boursières (21/07/2022)	2022
Capitalisation Boursière (Mdt)	627,3
Cours (Dt)	9,6
+Haut (1 an)	12,38
+Bas (1 an)	8,56
Cours moyen pondéré sur 1 an (Dt)	10,51
Vol. quotidien moyen sur 1 an (mDt)	0,13

Performance Boursière	YTD	3m	12 m
SAH	-14,13%	0,73%	-22,95%
Tunindex	8,12%	5,26%	4,58%

Actionnariat



Evolution du cours de bourse



Répartition CA	2020	2021
SAH Tunisie	58,1%	54,8%
Azur papier	10,0%	15,1%
Azur Detergent	18,6%	18,8%
SAH Libye	3,5%	1,4%
SAH Algérie	7,3%	6,0%
SAH Maroc	0,1%	0,0%
SAH CIV	2,5%	2,8%
SAH Sénégal		1,1%

	2020	2021	2022P
Revenus	624,6	670,5	723,9
EBITDA	110,3	102,4	125,2
EBIT	71,2	51,0	120,0
Résultat Net PG	30,6	16,2	34,0
VE/EBITDA	8,9	9,6	7,9
VE/EBIT	13,9	19,3	8,2
P/E	20,5	38,7	18,4
P/BV	2,0	2,1	1,8
Dividend Yield	2,4%	2,1%	2,0%

Points clés

- 2021 a été une année de défi pour SAH avec les contraintes économiques locales et internationales. Malgré ça, le groupe a réussi à améliorer sa performance commerciale avec un CA consolidé de 670,5 Mdt en évolution de 7,4%. Cette évolution a été principalement générée par l'augmentation des ventes de SAH Côte d'Ivoire (+20%), Azur Détergent (+9%) et Azur Papier (+62%) grâce à la mise en exploitation de sa seconde ligne de production. Aussi, les ventes de SAH Sénégal continuent de croître pour atteindre près de 8 Mdt, soit 1.1% des revenus du groupe. Par ailleurs, la stabilité au niveau des ventes de la société mère, principal contributeur au CA consolidé et la baisse des ventes des filiales libyenne (-58%) et algérienne (-2.4%), causée par la forte dépréciation du dinar Libyen et les difficultés d'exportation vers l'Algérie à la suite de la fermeture des frontières, ont freiné la croissance des revenus consolidés. En termes de poids, la société mère reste dominante à hauteur de 54,8%, suivie par Azur Détergent (18,8%) et Azur papier (15,1%).

- Cette performance commerciale a été altérée par l'accroissement des charges d'exploitation qui ont fortement impacté les marges du groupe. La hausse des prix des matières premières, qui n'a pas pu être intégralement répercutée sur les prix de vente a induit une baisse de la marge brute de 2,7 points à 38,6%. De plus, les autres charges d'exploitation en liaison avec les investissements réalisés ont été aussi en hausse impactant le niveau de l'EBITDA qui a reculé de 7,2% à 102,4 Mdt soit un taux de marge d'EBITDA de 15,2% vs 17,6% en 2020. Un autre point important, c'est le niveau élevé d'endettement du groupe avec un gearing de 121,6% en 2021, provenant essentiellement des filiales en lien avec les nouveaux investissements réalisés durant les dernières années alors que le gearing de SAH Tunisie se trouve à un niveau acceptable de 68,2%. Ainsi avec une charge d'amortissement et des charges financières qui absorbent 87% de l'EBITDA, le résultat net part du groupe a fini l'année 2021 en baisse de 47% à 16,2mdt soit un taux de marge nette de 2,4%.

- 2022 devrait être l'année de retour à la normale après une année 2021 assez difficile. Déjà les revenus au 1S2022 ont connu une hausse à deux chiffres soit 18,1% favorisés par la nette reprise de l'export ce qui augure d'un bon semestre en termes de bottom line également. Sur l'année pleine, le management prévoit la poursuite de la hausse des performances commerciales du groupe due notamment à la reprise normale de l'activité (vs confinement au 1S2021), la révision graduelle des prix de vente et la conquête de nouveaux clients étrangers pour Azur Papier. Au niveau opérationnel, avec l'accroissement des volumes de vente et une meilleure maîtrise des coûts, le management prévoit de revenir à un taux de marge brute de 41,5% en 2022 et une marge d'EBITDA de 17,2%. L'exercice 2022, devrait aussi se solder par un RNPG de 34 Mdt (soit 4,7% de marge nette).

Opinion et recommandation : Au delà de 2022, année de retour à la normale, les perspectives de croissance du groupe sont prometteuses vu les investissements projetés ainsi que l'amélioration de la rentabilité des investissements déjà réalisés durant ces dernières années à l'instar d'AZUR papier et AZUR détergent. L'amélioration des fondamentaux de croissance sera favorisée par le renforcement du mix produit et par le plan d'optimisation qui viserait à prioriser davantage les produits à forte valeur ajoutée. La rentabilité du groupe SAH se verra aussi améliorée grâce au contrôle des coûts opérationnels par le biais des programmes d'optimisation et de productivité. Vu son caractère défensif, ses fondamentaux solides et son profil exportateur, nous recommandons d'ACHETER le titre.

Informations Financières

Groupe SAH

Etat de Résultat				Bilan (Actif)				
en Millions dinars				en Millions dinars				
Année Fiscale	2019	2020	2021	Année Fiscale	2019	2020	2021	
Revenus	560,1	624,6	670,5	Ecart d'acquisition	5,5	5,1	4,7	
Autres produits d'exploitation	4,1	3,5	3,4	Immobilisations Incorporelles	0,5	0,5	0,6	
Variation des stocks	36,6	1,7	12,7	Immobilisations corporelles	353,7	401,0	408,3	
Production	600,9	629,8	686,6	Immobilisations financières	2,8	3,3	4,8	
Achats de matières premières	392,7	368,5	413,9	Autres actifs non courants	19,6	25,7	14,3	
Charges de Personnel	52,8	68,0	68,5	Stocks	253,6	263,5	281,0	
Autres charges d'exploitation	74,1	83,0	101,8	Clients	164,8	174,0	198,7	
Excédent Brut d'Exploitation	81,3	110,3	102,4	Autres Actifs Courants	61,2	46,9	53,8	
Dot. aux amort. et aux prov;	26,6	39,1	51,4	Placement et autres actifs fin.	5,5	3,0	1,4	
Résultat d'exploitation	54,7	71,2	51,0	Liquidités et éq. de liquidités	34,1	45,7	66,4	
Résultat Financier	- 40,1	- 39,3	- 37,6	TOTAL ACTIFS	901,4	968,6	1 034,0	
Autre résultat ordinaire	2,3	- 1,1	0,6	Capital social	65,3	65,3	65,3	
Impôt sur les sociétés	1,3	2,4	2,3	Réserves légales	6,0	6,5	6,5	
Résultat de la période	23,5	28,3	11,7	Résultats reportés	97,1	111,7	138,0	
RNPG	23,0	30,6	16,2	Autres capitaux propres	2,4	2,9	4,3	
Part des minoritaires	- 0,8	-2,27	-4,49	Prime d'émission	74,2	74,2	63,4	
				RNPG	23,0	30,6	16,2	
				Réserves Spéciales d'inv.	14,8	14,8	14,8	
Croissance (%)	2019	2020	2021	Total des capitaux propres (PG)	290,7	314,2	299,0	
Croissance CA	27,2%	11,5%	7,4%	Part des minoritaires	86,9	80,9	68,9	
Croissance EBITDA	30,9%	35,7%	-7,2%	Emprunts	94,7	109,5	94,2	
Croissance EBIT	20,8%	30,1%	-28,3%	Autres passifs non courants	1,2	1,2	1,2	
Croissance RNPG	0,8%	33,4%	-47,0%	Fournisseurs et comptes rattachés	138,8	132,4	181,2	
				Autres passifs courants	49,3	60,5	60,3	
				Autres passifs financiers courants	208,3	254,5	317,9	
Marges (%)	2019	2020	2021	Concours bancaires	31,5	18,2	14,3	
Marge brute	30,4%	41,3%	38,6%	TOTAL BILAN	901,4	968,6	1 034,0	
Marge VA	23,8%	28,4%	25,4%					
Marge d'EBITDA	14,4%	17,6%	15,2%	Risque Financier	2019	2020	2021	
Marge d'EBIT	9,7%	11,3%	7,6%	Gearing	101,8%	106,5%	120,3%	
Marge nette	4,1%	4,9%	2,4%	Resultat financier/EBITDA	-49,4%	-35,6%	-36,7%	
				Pay-out	55,1%	48,6%	57,7%	
Retour (%)	2019	2020	2021	Cash Flow d'exp/Dettes nettes	10,2%	20,3%	14,4%	
ROA	2,5%	3,2%	1,6%	Dette nette/EBITDA	364,2%	303,3%	351,4%	
ROE	7,9%	9,7%	5,4%					
Cap. propres/Dettes fin.	86,6%	82,0%	69,9%					
Informations trimestrielles	1T2021	2T2021	3T2021	4T2021	1T2022	2T2022	Var/Trim	Var/Sem
Revenus consolidés	170,9	175,7	145,5	197,4	180,7	220,8	22,2%	18,1%
Local	109,5	120,9	91,7	132,4	116,9	129,7	10,9%	7,6%
Export	61,3	54,8	53,8	65,0	63,8	91,1	42,8%	39,6%
Investissement (SAH Tunisie)	2,3	4,7	4,6	6,1	3,4	3,0		-8,6%
Endettement (SAH Tunisie)	179,5	175,5	185,3	193,8	185,1	182,6		4,1%
Endettement à CT	128,6	124,6	136,9	149,3	143,0	136,7		9,8%
Endettement LT	50,9	50,9	48,4	44,5	42,1	45,9		-9,8%

Informations importantes : Les informations fournies ici ont été compilées à partir d'informations publique. MAC SA décline toute responsabilité quant à l'exactitude et l'exhaustivité des informations fournies ci-dessus et n'assume aucune obligation de les mettre à jour. Toutes les informations ci-dessus sont fournies à des fins de recherche personnelle uniquement et ne doivent pas être considérées comme une analyse, une prévision ou une recommandation de quelque nature que ce soit pour ou contre un investissement. MAC SA ne sera pas responsable de toute perte résultant de l'utilisation des informations contenues dans ce document.