

ETUDE
**SAH LILAS : LE
MEILLEUR RESTE À
VENIR**

Points clés

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 410 MDt sur la période 2018 - 2023) et entame une nouvelle phase d'expansion avec l'entrée en production récente de ces deux filiales. Le groupe devrait, en conséquence, commencer à récolter les fruits de ses investissements et atteindre de nouveaux paliers de rentabilité.

Lancement 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 et est entrée en exploitation fin juin 2024. Elle sera spécialisée dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après shampoing, du gel douche, du déodorant spray, du Roll-On, du dentifrice, des masques et des sérums pour les cheveux et produira 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/ 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 en Afrique subsaharienne, 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 "Détergents" ainsi que la baisse progressive des prix des matières premières sur les marchés internationaux. La baisse des prix des matières premières a déjà commencé à impacter positivement la rentabilité à partir de la fin de l'exercice 2023.

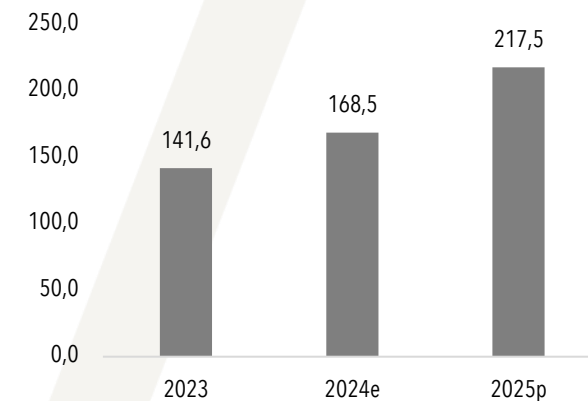
Optimisation du BFR et réduction de l'endettement

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 à porter ses fruits à partir du deuxième semestre 2023.

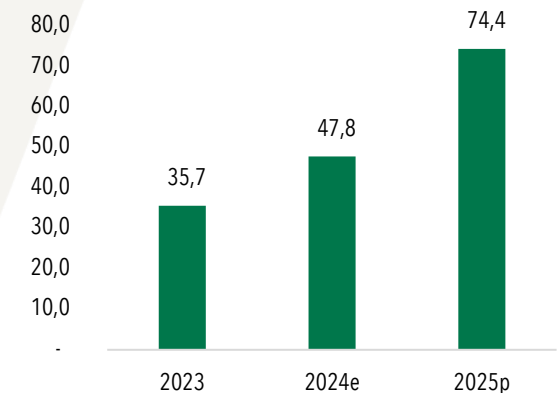
Cours (au 27.06.2024) : 8,670 Dt

Recommandation : Acheter(+)

Evolution prévisionnelle de l'EBITDA consolidé (en MDt)



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



I. 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 91,1 % du capital de cette entité. Le reliquat est détenu par des SICAR.

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 en poudre (main et machine) et les détergents liquides (main et machine).

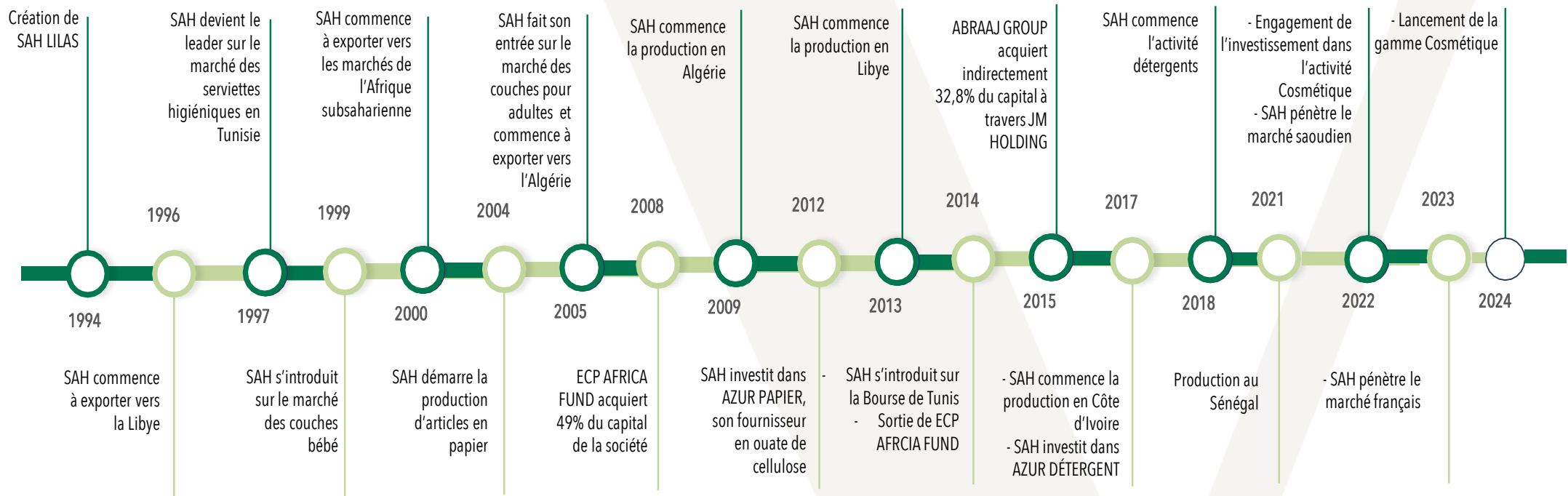
Le groupe entame, désormais, une nouvelle page de son histoire, en lançant la fabrication des produits cosmétiques. La nouvelle usine dédiée à cette ligne de métier a été déjà construite et est entrée en exploitation depuis le 24 juin 2024 avec la commercialisation de plus de 375 produits sur le marché local.

Actionnariat (au 28.11.2023)

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

* Holding regroupant les participations des fondateurs de SAH LILAS.

Les jalons importants dans l'histoire du groupe SAH LILAS

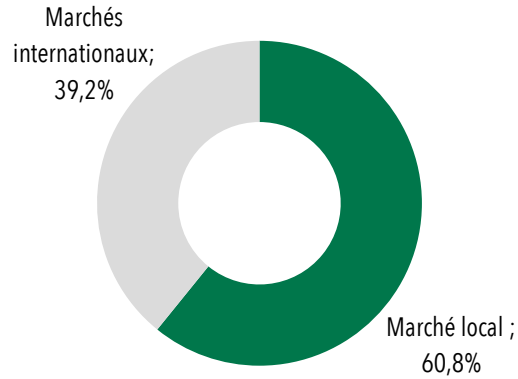


SAH Lilas dispose aujourd'hui de plus de 300 références produits toutes activités confondues (sans tenir compte de la gamme Cosmétiques). Le groupe réalise 39,2 % de son chiffre en dehors de la Tunisie. Il jouit d'une dimension internationale indéniable et d'une couverture géographique diversifiée (une vingtaine de pays en Afrique, 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 5 pays africains (Tunisie, Algérie, Libye, Côte d'Ivoire et Sénégal).

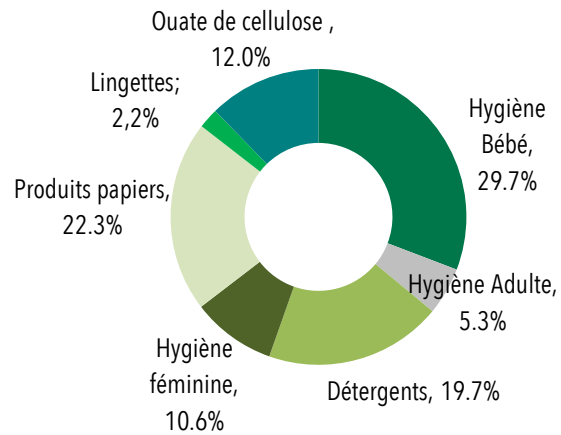
Après avoir ouvert 20 % du capital au public au moment de l'introduction, le flottant du capital a progressé graduellement pour atteindre, aujourd'hui, 27 % Une proportion dont les étrangers constituaient, historiquement, une partie non négligeable. Le titre est prisé par les investisseurs étrangers, 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.

« 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 »

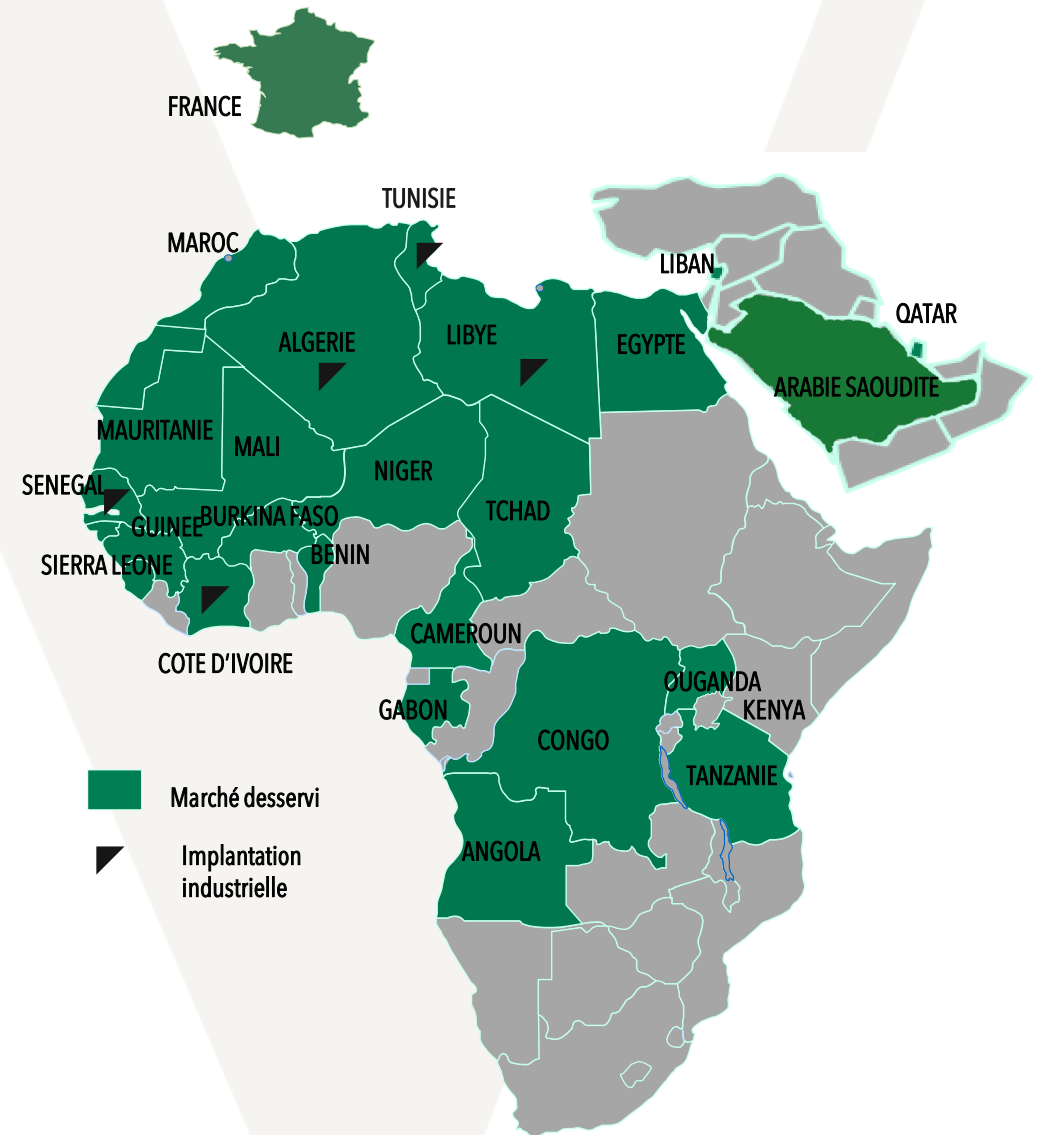
Répartition géographique des revenus consolidés (2023)



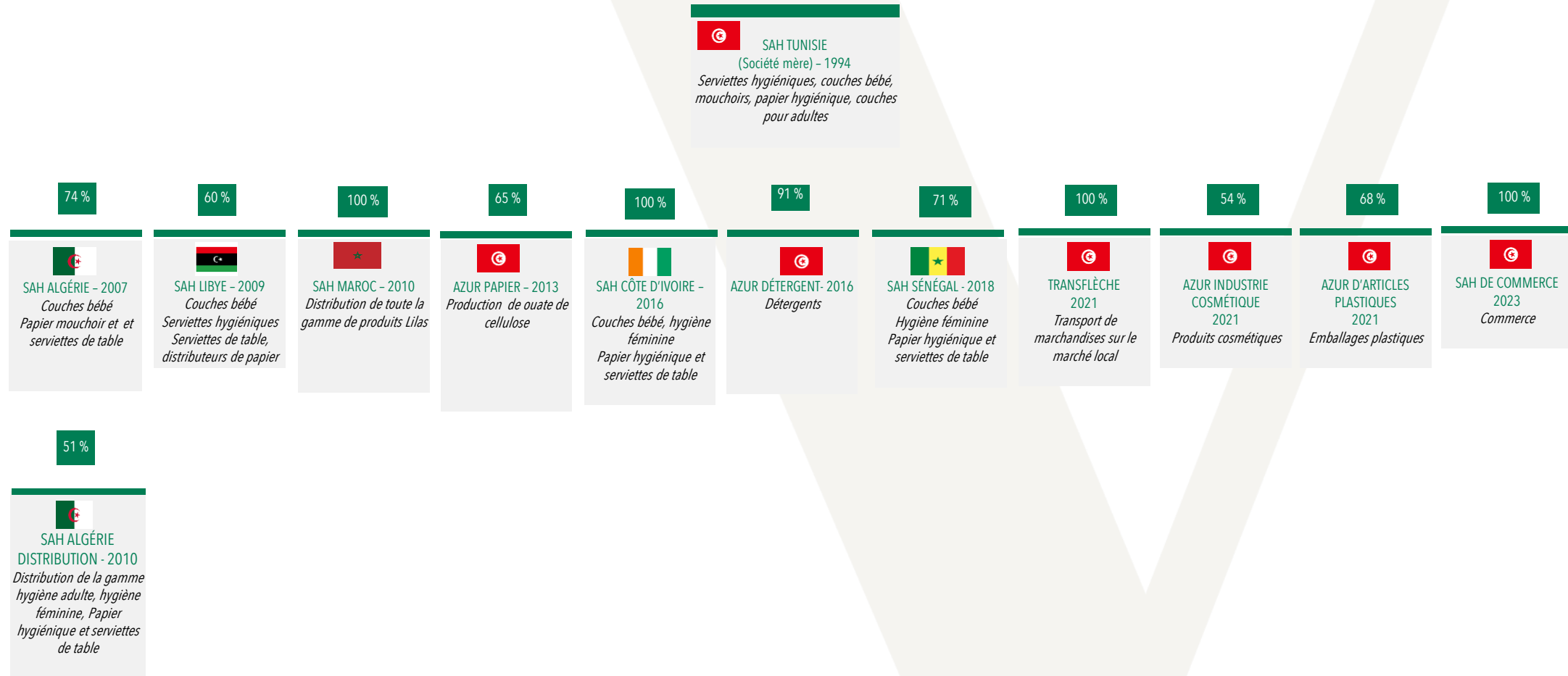
Répartition des revenus par gamme de produits (2023)



Présence géographique commerciale et industrielle du groupe SAH LILAS (2023)



Périmètre du groupe SAH LILAS (2023)



« 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 de taille »

II. Faits et éléments saillants au 31 décembre 2023

Le cru de l'exercice 2023 a été celui de la consolidation des performances opérationnelles pour SAH LILAS. La performance commerciale du groupe s'est améliorée, malgré la morosité ambiante, comparativement à l'année 2022. Au terme de l'exercice 2023, les revenus consolidés du groupe se sont bien améliorés par l'effet de la croissance affichée par les différentes filiales. Cette évolution a été favorisée par la consolidation de la capacité de production sur les différents sites ainsi que les diversifications apportées au mix produits. En revanche, au niveau de la rentabilité, l'exercice 2023 a été marqué par une contreperformance comparativement aux résultats consolidés de l'année 2022. La conjoncture économique inflationniste et peu florissante, le resserrement monétaire généralisé dans les marchés desservis par SAH et l'impact des nouveaux investissements sur la structure des coûts ont contribué à la baisse des résultats consolidés.

La croissance du chiffre d'affaires est ressortie à +3 % en 2023, portant le Top Line consolidé de SAH à 895,3 MDt. A y regarder de plus près, l'augmentation des revenus nets consolidés à fin décembre 2023 a été tirée par la performance commerciale de SAH LIBYE avec des ventes de 21,8 MDt, en augmentation de 37,5 % par rapport à la même période en 2022. Les ventes de la filiale SAH ALGÉRIE ont, pour leur part, atteint 66,5 MDt contre 53,6 MDt au 31 décembre 2022, soit une croissance annuelle remarquable de 24 %. Les ventes de la filiale SAH SÉNÉGAL ont enregistré une croissance notable pour atteindre un chiffre d'affaires annuel de 25,1 MDt au 31 décembre 2023, soit une croissance globale de 42,8%.

La répartition des revenus nets consolidés par filiale montre que SAH TUNISIE dont les revenus nets ont atteint 508,7 MDt, soit une hausse de près de 5 %, contribue à hauteur de 56,9%, suivie par AZUR DÉTERGENT et AZUR PAPIER dont les ventes représentent 18,2 % et 10,4 % des ventes globales, respectivement.

L'année 2023, s'est inscrite sous le signe de la préservation des marges, ce qui est une performance en soi dans le contexte international et national inflationniste qui a prévalu en 2023. Le taux de marge brute et la marge d'EBITDA ont légèrement évolué de 0,3 point de pourcentage pour s'établir à 38,5 % et 15,8 %, respectivement.

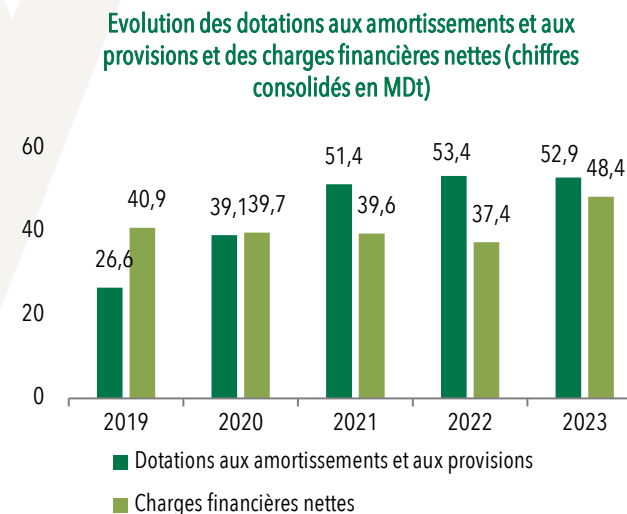
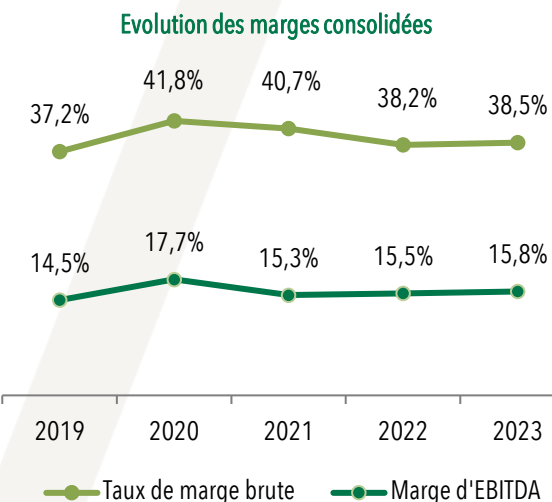
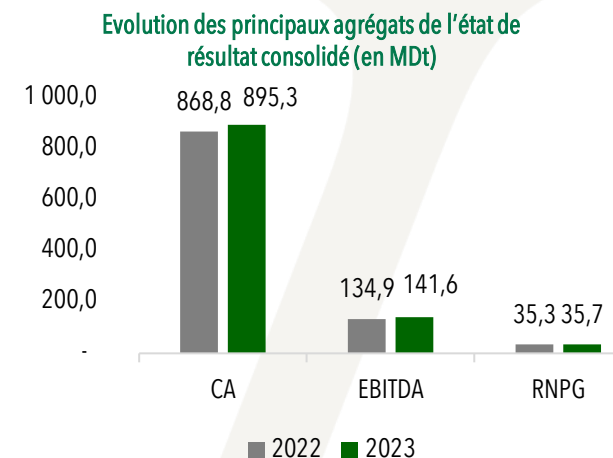
Les efforts de maîtrise des charges (une progression de la masse salariale limitée à 6 %, sur l'année écoulée, et une croissance des autres charges d'exploitation contenue à +1,5 %) ont permis au groupe d'atteindre un nouveau palier de rentabilité d'exploitation. L'EBITDA s'est, en effet, élargi de près de 5 % à 141,6 MDt, pulvérisant ainsi un nouveau record. **Signalons, d'ailleurs, que le groupe a réussi à contourner l'effet inflation par le biais de la continuité des actions de productivité et d'efficacité opérationnelle lancées sur les dernières années.**

Grâce à la baisse de la dotation aux résorptions des frais préliminaires et à des reprises sur provisions de 4,7 MDt, le groupe a pu atteindre un nouveau cap de résultat d'exploitation. Ce dernier s'est accru de 8,7 % à 88,7 MDt ; un niveau jamais atteint par SAH.

La flambée des charges financières a été l'évènement le plus marquant de l'année 2023. Pâtissant d'un contexte de change moins clément pour le groupe (palpable au niveau de l'envolée des pertes nettes de change de 52,6 % à 2,6 MDt) et surtout du durcissement des conditions de financement dans les marchés desservis par SAH (d'où l'augmentation soutenue des charges d'intérêt de 28,1 % à 45,8 MDt), les charges financières du groupe se sont appréciées de 29,2 % à 48,4 MDt.

Le Bottom Line consolidé de SAH a reporté, somme toute, une baisse de -14,2 % à 36,2 MDt. Le recul de la rentabilité est, également, reflété au niveau d'un ROE consolidé en repli (un ROE de 9,1 % à fin 2023, contre 10,7 % au terme de 2022).

Le constat est plus reluisant du côté du résultat net part du groupe. Ce dernier s'est légèrement bonifié de 0,9 % à 35,7 MDt.



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 410 MDt sur la période 2018 - 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), nous estimons la dette nette ajustée de SAH à 539,1 MDt à fin 2023. **Outre les 73,5 MDt nécessités pour la construction de l'usine des cosmétiques, la filiale AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE a dû contracter des crédits de gestion pour un montant de 90 MDt pour financer le besoin en fonds de roulement en 2023 ce qui a contribué à augmenter, momentanément, l'endettement global du groupe.**

Ce niveau d'endettement ne nous semble pas alarmant au vu du processus d'optimisation du BFR initié par le groupe à partir du S2 2023 et dont les bienfaits seront perceptibles dans les prochaines années. 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.

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 années à venir (hausse de la capacité de production de la cogénération de 10 MW actuellement à 25MW d'ici 2025). Selon le management, SAH LILAS ambitionne d'atteindre, à terme, l'autosuffisance énergétique au niveau du groupe. A cet effet, le groupe a obtenu, récemment, le feu vert de la STEG pour transporter l'excédent d'électricité d'une filiale à une autre ;
- 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 de développement et prévisions 2024-2025

Le meilleur reste à venir pour SAH LILAS. La période 2024-2025 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 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.

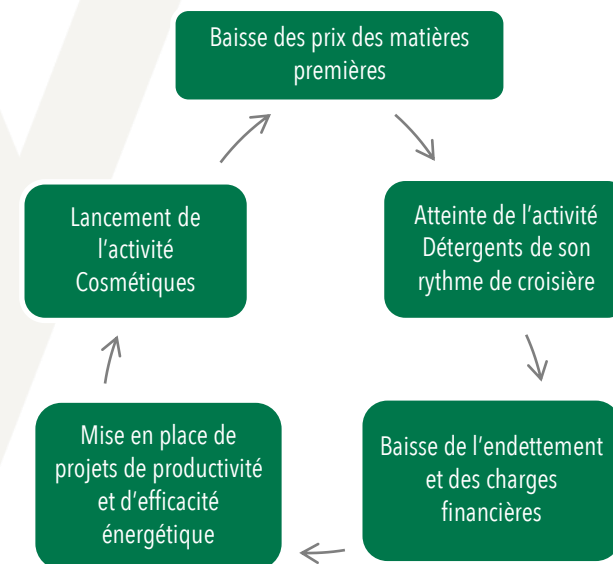
Ce changement de dimension serait perceptible sur les fondamentaux et les indicateurs d'activité du groupe sur la période prévisionnelle. Il s'appuierait, selon nous, sur les facteurs suivants :

Evolution des fondamentaux financiers du groupe

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023
Cash-Flow d'exploitation	30,2	67,8	51,8	11,3	29,8
Investissements	119,1	72,1	33,1	41,4	72,2
Free Cash-Flow	88,9	4,2	18,7	30,1	42,4
Dette nette ajustée	322,8	382,4	410,0	484,7	539,1
Gearing	85,5%	97,5%	112,4%	122,7%	135,1%
ROE	5,9%	7,2%	3,2%	10,7%	9,1%
ROCE	9,3%	9,5%	5,5%	9,9%	9,3%

« La politique RSE est au centre de la stratégie de développement du groupe SAH »

Le « cercle vertueux » des prochains exercices



1. Activité Hygiène : Sur la période 2024-2025, 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, selon le management, se prolonger sur l'année 2024 avant d'afficher une tendance baissière en 2025.

La stabilité des prix attendue en 2024 devrait trouver son origine dans la stabilisation post-pandémie des chaînes d'approvisionnement, les ajustements des niveaux de stocks et la diminution de la demande mondiale dans certains segments de marché.

Notons que la performance commerciale a joué un rôle clé en absorbant les fluctuations des prix sur les dernières années, tandis que l'intégration verticale a continué d'offrir des avantages en termes de stabilité et de qualité des matières premières.

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 d'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 Hammam Zeriba, Zaghouane, l'usine dédiée à cette ligne de métier est dénommée AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE. Elle a coûté la somme de 73,5 MDt et elle est dotée d'une capacité de production de 25000 tonnes par an.

L'investissement de 73,5 MDt (qui a été financé à hauteur de 50 % par des fonds propres et le reste par de la dette) 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. La nouvelle usine sera spécialisée, dans un premier temps, dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après shampoing, du gel douche, du déodorant spray, 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 ». Normée comme l'activité Détergents, l'activité Cosmétiques devrait générer un chiffre d'affaires légèrement supérieur à 100 MDt au cours de sa première année pleine d'exploitation (et 50 MDt en 2024).

SAH LILAS compte couvrir tous les segments du marché des produits cosmétiques. Le groupe a prévu de cibler le haut de gamme (gamme Suprême), la moyenne gamme (gamme Extrême) et la gamme professionnelle (gamme Expert). A noter que la commercialisation des produits cosmétiques a démarré le 24 juin 2024.

« SAH LILAS compte couvrir tous les segments du marché des produits cosmétiques. Le groupe a prévu de cibler le haut de gamme (gamme Suprême), la moyenne gamme (gamme Extrême) et la gamme professionnelle (gamme Expert) »

L'activité Cosmétiques est dotée du premier centre de Recherche & Développement en Tunisie propre à SAH dont les coûts ont atteint 2,5 MDt.

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'Assemblée Générale Ordinaire du 28 juin 2024, le management a annoncé que le contexte opérationnel en Afrique subsaharienne est actuellement difficile. Il est marqué par une concurrence féroce en raison de l'industrialisation croissante, un faible pouvoir d'achat et une demande bridée. A terme, la direction de SAH LILAS n'a pas écarté la possibilité de lancer une réflexion stratégique sur sa présence dans les marchés de l'Afrique subsaharienne notamment en Côte d'Ivoire.

L'équipe de direction de SAH LILAS a annoncé vouloir créer une filiale industrielle en Mauritanie dans un futur proche pour contourner les barrières douanières des autorités mauritaniennes. Cette filiale sera détenue à parts égales par SAH LILAS et deux partenaires locaux dont un distributeur.

Dans les prochaines années, le groupe compte cibler davantage les marchés européens à fort pouvoir d'achat en développant les MDD (les marques de distributeurs). A noter que SAH LILAS est en discussion avec ATACADÃO (enseigne appartenant au groupe CARREFOUR) pour commercialiser les produits de SAH sous la MDD et sous la marque Lilas. Ces discussions devraient porter leurs fruits en 2024.

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 2023 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 « digestion » des investissements passés, de désendettement et de génération des cash-flows, impliquant une baisse des frais financiers.

Selon le management de SAH LILAS, la turbulence du contexte économique mondial a notablement compliqué la modélisation des prévisions financières du groupe. Malgré cela, des prévisions relativement prudentes ont été établies, prenant en compte les risques liés aux flux d'approvisionnement et aux prix des matières premières, notamment en relation avec les nouveaux investissements.

Selon le plan d'affaires pour les quatre prochaines années, l'exercice 2024 devrait maintenir une performance financière stable, toutes choses égales par ailleurs. A la fin de l'année 2024, le groupe vise une augmentation nette des revenus d'environ 25 % par rapport à 2023, principalement grâce au lancement de la ligne des produits cosmétiques et à l'établissement d'une nouvelle filiale en Mauritanie.

Cette prévision de croissance du chiffre d'affaires devrait entraîner des ajustements proportionnels des charges d'exploitation, sous l'effet combiné de la croissance des volumes de production et de l'augmentation des prix des intrants industriels. L'équipe de direction s'attend à une croissance de la marge brute consolidée de 11 % à 11,5 %, en 2024, à périmètre constant.

Le maintien du niveau d'activité et les économies de coûts envisagées permettront une croissance de l'excédent brut d'exploitation estimée entre 6,5 % et 7,5 %. De plus l'expansion du périmètre d'activité avec le démarrage de la filiale AZUR COSMÉTIQUE devrait porter la croissance moyenne du résultat net consolidé entre 13,5 % et 14,5 % sur la période 2024-2027.

« 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 frais financiers »

S'agissant de la politique de dividendes sur la période prévisionnelle adoptée par SAH LILAS, le management a annoncé un payout de 50 %.

Les chiffres consolidés des cinq premiers mois de l'année en cours augurent d'excellentes réalisations au titre de 2024. Les ventes se sont appréciées de 3,9 % à 373,3 MDt ; une performance qui aurait pu plus élevée n'eût été la fermeture de la frontière libyenne avec la Tunisie. La rentabilité a, également, été au rendez-vous en ce début d'année. L'EBITDA consolidé s'est envolé de 58,1 % à 72,7 MDt et le résultat net consolidé a reporté une hausse marquée, passant de 9,5 MDt à fin mai 2023 à 31,5 MDt au terme des cinq premiers mois de 2024.

Du côté des chiffres, et à l'échelle du groupe, nous tablons sur la période 2024 - 2025 sur :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 16,3 % pour atteindre 1,2 milliard de dinars à l'horizon 2025 ;
- une progression annuelle moyenne de 23,9 % de l'EBITDA pour s'établir à 217,5 MDt d'ici 2025 ;
- une envolée du Bottom Line de 44,5 % en moyenne sur la période prévisionnelle pour atteindre 74,4 MDt à l'horizon 2025.

IV. Comportement boursier et opinion de TUNISIE VALEURS

Malgré le relèvement des dividendes et les performances supérieures aux promesses de 2022, le titre SAH n'est pas parvenu à se distinguer en Bourse en 2023, affichant une performance annuelle dans le rouge (une correction de -5,7%).

Le titre renoue avec le vert, en ce début d'année, affichant, à ce jour, une hausse de 8,4 %.

Aujourd'hui, avec une capitalisation boursière de 728,4 MDt, SAH Lilas traite à 15,2 x ses bénéfices et à 8,0 x son EBITDA estimés pour 2024. Un niveau de valorisation attrayant 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.

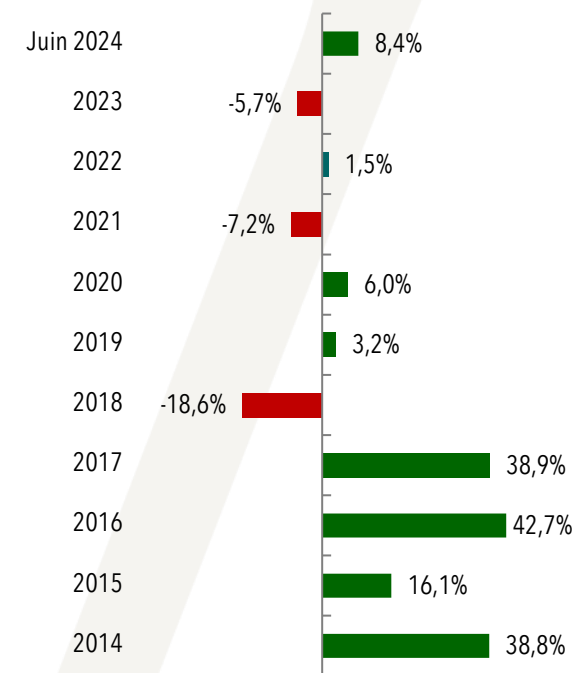
Dans une conjoncture malmenée par la crise économique en Tunisie et par la stagflation, le titre représente une opportunité d'investissement attractive à bien des égards :

- **Il s'agit d'une valeur 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 place. Outre sa liquidité élevée, son actionnariat 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.

L'AGO du 28 juin 2024 a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,350 Dt au titre de l'exercice 2023 (contre un dividende de 0,330 Dt par action versé au titre de l'exercice 2022), soit un payout généreux de 85,3 % et ce, à partir du 8 juillet 2024. Les dividendes seront distribués à hauteur de 78 % en franchise de retenue à la source (car 0,273 Dt du dividende par action sera distribué sur la prime d'émission).

Performances boursières annuelles de SAH LILAS depuis l'IPO



Indicateurs Clefs 2024e (MDt)*

Enterprise Value	1341,0
Capitalisation boursière	728,4
P/E	15,2 x
VE/EBITDA	8,0 x
Dette nette/ VE	45,7 %
Dividend yield 2023	4,0%
Dividende par action 2023	0,350 Dt
ROE consolidé 2023	9,1 %

* Chiffres calculés sur la base du cours boursier du 27 juin 2024.

Etat de résultat prévisionnel

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025p
Chiffre d'affaires	560,1	624,6	670,5	868,8	895,3	1 025,8	1 210,5
<i>Progression</i>	-	11,5%	7,4%	29,6%	3,0%	14,6%	18,0%
Marge brute	208,2	261,4	272,7	331,8	344,9	402,3	486,4
<i>Progression</i>	-	25,5%	4,4%	21,7%	3,9%	16,6%	20,9%
Taux de marge brute	37,2%	41,8%	40,7%	38,2%	38,5%	39,2%	40,2%
EBITDA	81,3	110,3	102,4	134,9	141,6	168,5	217,5
<i>Progression</i>	-	35,7%	-7,2%	31,8%	4,9%	19,0%	29,1%
Marge d'EBITDA	14,5%	17,7%	15,3%	15,5%	15,8%	16,4%	18,0%
Résultat net part du groupe	23,0	30,6	16,2	35,3	35,7	47,8	74,4
<i>Progression</i>	-	33,4%	-47,0%	117,8%	0,9%	34,2%	55,6%
Marge nette	4,1%	4,9%	2,4%	4,1%	4,0%	4,7%	6,2%

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

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/Chiffre d'affaires 2024e (x)	VE/EBITDA 2024e (x)	PER 2024e (x)
SAH LILAS	Tunisie	1,3	8,0	15,2
THE PROCTER & GAMBLE COMPANY	Etats-Unis	5,0	18,3	25,6
UNILEVER PLC	Royaume-Uni	2,6	12,9	18,8
KIMBERLY-CLARK CORPORATION	Etats-Unis	2,7	13,5	19,5
VINDA INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED	Hong Kong	1,4	11,2	22,5
EDGEWELL PERSONAL CARE COMPANY	Etats-Unis	1,4	8,9	13,9
HENKEL AG & CO. KGAA	Allemagne	1,5	8,9	16,5
HENGAN INTERNATIONAL GROUP COMPANY LIMITED	Chine	0,9	4,5	8,5
SUOMINEN OYJ	Finlande	0,4	8,1	55,0
EMAMI LIMITED	Inde	6,4	23,8	29,6
RECKITT BENCKISER GROUP PLC	Royaume-Uni	2,6	9,7	13,5
PIGEON CORPORATION	Japon	1,5	9,3	22,7
HYPERA S.A.	Brésil	3,0	8,7	10,4
Moyenne internationale		2,4	11,5	21,4

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.