

Réaction aux réalisations de 2020

SAH, vers une dimension continentale

SAH – Acheter – Cours Cible : 14.1 Dt (+ 16% vs cours boursier actuel)

Malgré les vastes répercussions de la pandémie de COVID-19 sur l'économie mondiale et nationale, le groupe SAH a encore montré sa forte résilience fruit de sa stratégie d'investissement lors des années passées. Le groupe a affiché une croissance, en 2020, à deux chiffres (+12.1 %) de ses activités notamment sur le marché local et grâce à l'activité détergent lancée au second semestre 2019.

Ainsi, les ventes locales consolidées ont enregistré une hausse de 23.8%, contre une diminution des ventes régionales (incluant les exports et ventes des filiales étrangères) de 6.2%, en raison des difficultés logistiques liées au transport maritime et fermeture des frontières avec la Libye et l'Algérie.

Par produit, l'hygiène bébé représente désormais 38.5% des ventes du groupe SAH, suivie des ventes de produits papier (22% dans les ventes totales du groupe) et les ventes de détergent atteignent 20.6% des ventes du groupe contre 10.3% en 2019.

La bonne surprise provient des marges et des coûts d'exploitation. En effet, comme le montre le tableau ci-dessous, le groupe a enregistré une marge brute beaucoup plus élevée que prévue dépassant de loin nos attentes. Malgré une croissance des ventes plus lente que prévue, le groupe a réussi à augmenter son taux de marge brute de 500 pb à 42%.

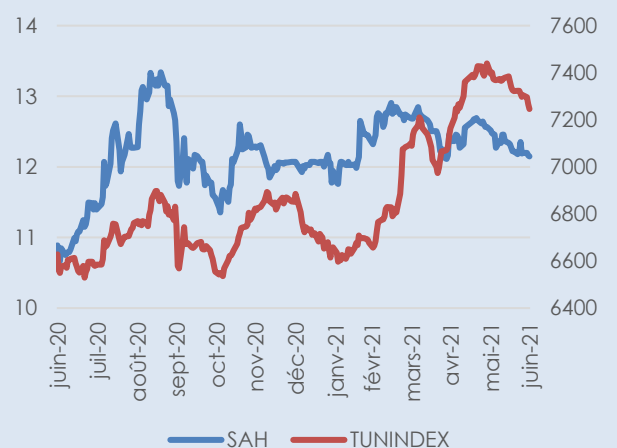
Cette croissance est principalement due à la baisse du prix des matières premières observée en 2019, en particulier ceux de la cellulose, du super absorbant et de la pâte, impactant positivement les coûts de production en 2020. Le groupe a également bénéficié de l'impact de l'optimisation de son processus de production, ce qui a entraîné une baisse des taux de déchets pour les produits première gamme et deuxième choix.

Données Générales

Cours (Dt) 30/06/2021	12.15
Cours Cible (Dt)	14.1
Potentiel	+16%
Capitalisation boursière (Mdt)	794
Cours moyen pondéré sur 1 an (Dt)	12.46
Plus haut sur 1 an (Dt)	13.55
Plus bas sur 1 an (Dt)	10.65
Volume quotidien moyen depuis 1 an (kDt)	493

En Mdt	2019	2020	2021e
Chiffre d'affaires	560.1	628.15	678.4
EBITDA	81.3	115.5	123.8
EBIT	54.7	76.4	82.8
Résultat Net PG	22.9	33.4	42.6
VE/CA	2.0	1.8	1.7
VE/EBITDA	13.9	9.8	9.1
P/E	34.4	23.7	18.6
P/BV	2.7	2.5	2.2
Dividend Yield	1.2%	1.9%	2.3%

Cours boursier depuis 1 an



Performance Boursière	3 m	6m	12m
SAH	-4.2%	0.6%	11.6%
Tunindex	2.2%	5.2%	9.3%

A fin 2020, le groupe SAH a réalisé un taux de marge EBE en hausse de 390 points de pourcentage pour atteindre 18.4%. Cette performance résulte de l'amélioration de la marge brute combinée aux gains d'économies d'échelle réalisés sur les achats et les consommations du groupe.

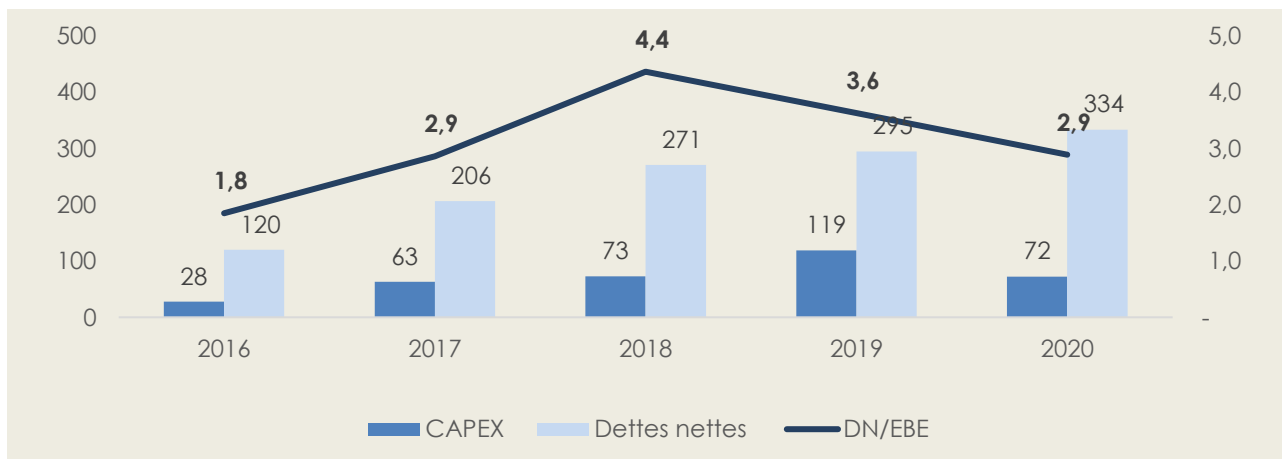
Au niveau du Bottom Line, SAH a réalisé, en 2020, un résultat net consolidé de 33.5 millions de dinars, en hausse de 51.2% par rapport à 2019, soit une marge nette de 5.3% contre 3.9%. Le résultat net ajusté de 2019, compte tenu du changement du périmètre de consolidation (6.5 millions de dinars) est estimé à 15.6 millions de dinars, soit une croissance du résultat net ajusté d'environ 115% en 2020.

Réalisations 2020 vs 2019, et estimation 2020^e MAC SA

En Mdt	2019	2020	Var	2020 ^e Mac	Taux de réalisation
Chiffre d'affaires	560,1	628,1	12,1%	720,3	87,2%
Marge Brute	208,2	264,9	27,3%	291,9	90,7%
<i>Taux de la marge Brute</i>	<i>36,9%</i>	<i>41,9%</i>		<i>40,5%</i>	<i>101,4%</i>
EBE	81,29	115,46	42,0%	118,9	97,1%
<i>Taux de marge d'EBE</i>	<i>14,5%</i>	<i>18,4%</i>		<i>16,5%</i>	<i>111,3%</i>
Résultat d'Exploitation	54,74	76,35	39,5%	81,5	93,7%
<i>Taux de marge d'exploitation</i>	<i>9,8%</i>	<i>12,2%</i>		<i>11,3%</i>	<i>107,4%</i>
Résultat Net consolidé	22,13	33,47	51,2%	45,3	73,9%
<i>Taux de marge Nette</i>	<i>4,0%</i>	<i>5,3%</i>		<i>6,3%</i>	<i>84,7%</i>

Au-delà de l'amélioration continue des performances de l'exploitation, **le groupe SAH affiche une structure financière avec un fort niveau d'endettement en relation, d'une part avec les investissements de croissance réalisés courant les 3 dernières années et d'autre part avec le financement des stocks.** En effet, pour s'assurer un stock de matière première notamment pour Azur Papier et SAH Tunisie, le groupe a opté pour des achats au comptant pour se prémunir contre la hausse des prix mais aussi du risque de change pour garantir une amélioration au niveau des marges. Cela dit, la finalisation du plan d'investissement et l'entrée en exploitation des nouvelles usines à savoir la deuxième ligne d'Azur Papier en mars 2021, et les extensions de capacité (Papier et hygiène adulte) opérées à fin 2020, devraient permettre d'alléger le poids du financement bancaire et rééquilibrer, en partie, la structure financière du groupe.

Evolution de la structure financière du groupe SAH



Au 1T2021, le groupe SAH a enregistré un ralentissement au niveau de la croissance avec des revenus consolidés de 170.9 millions de dinars, en hausse de 5.4% seulement par rapport au premier trimestre 2020. La croissance a été tirée par la filiale tunisienne SAH Tunisie (+4.5%) qui reste le principal contributeur au CA consolidé soit 57%. Selon le management, ceci est expliqué par le changement de sa politique commerciale, favorisant les paiements au comptant (pour sécuriser son recouvrement), qui a impacté les ventes en volume compte tenu de la détérioration de la liquidité chez certains clients. En revanche, Azur Détergents, qui réalise 20% du CA consolidé, a vu ses revenus croître de +23% et Azur papier de 36% (11% des revenus consolidés).

Par ailleurs, le groupe poursuit l'amélioration de sa performance financière avec un EBITDA de 34.1 millions de dinars, en hausse de 10% par rapport au premier trimestre 2020. Aussi, la marge d'EBITDA a atteint 20% vs 19% au 30 mars 2020.

Pour le reste de l'année 2021, le groupe reste optimiste en termes de performances commerciales notamment avec le développement de l'export pour Azur Détergent vers le Congo, le Gabon, le Burkina Faso et la Mauritanie. Après deux ans d'entrée en exploitation, le groupe procède déjà à l'extension des unités liquide et poudre ainsi que l'unité plastique (pour la production des emballages) d'Azur Détergent et qui devrait entrer en exploitation durant le second semestre 2021. L'entrée en exploitation de la deuxième ligne d'Azur Papier en mars 2021, devrait atteindre sa vitesse de croisière et commencer ses exportations de cellulose durant le troisième trimestre.

D'autres investissements réalisés dans les filiales régionales devront aussi entrer en exploitation courant le second semestre de 2021 et renforceront davantage les revenus du groupe.

Opinion et Valorisation

Sur la base du cours actuel, SAH s'échange à des multiples EV/CA et EV/EBITDA 2021e de 1.7x et 9.12x respectivement, des niveaux relativement bas eu égard aux niveaux auxquels traitent ses peers internationaux, soit 2.98x et 13.34x. De plus, à ce niveau de cours, le titre SAH s'échange à un multiple des bénéfices 2021e de 18.63x (vs 19.8x pour ses peers) un niveau fort appréciable pour une valeur de caractère défensif et qui affiche un important potentiel de croissance future des bénéfices (TCAM 2020-2023e de 29.2%). D'ailleurs, le titre SAH affiche un bon niveau de PEG (The price/earnings to growth) qui s'établit à 0.82, faisant du titre SAH une valeur de croissance par excellence ;

Présentation des principaux comparables de SAH

	Capitalisation (M US\$)	P/E 2021E	VE/revenus 2021e	VE/EBITDA 2021e
PT UNILEVER INDONESIA	12 994,1	25,61x	4,29x	18,10x
PROCTER & GAMBLE COMPANY	330 340,0	23,50x	4,56x	16,65x
UNILEVER PLC	152 228,2	19,77x	2,98x	13,34x
HENKEL AG & CO. KGAA	42 313,4	18,87x	1,88x	10,48x
COLGATE-PALMOLIVE COMPANY	68 819,6	24,38x	4,30x	16,16x
KIMBERLY-CLARK CORPORATION	45 141,6	17,91x	2,71x	12,68x
ESSITY AB	23 309,1	19,27x	2,07x	10,80x
SAH	286,1	18.63	.66	
MEDIANE		19.77	2.98	13.34

Source : Capital IQ, MAC SA

Nous estimons donc que le titre est actuellement sous-valorisé et recommandons de l'ACHETER avec un objectif de cours de 14.1Dt (vs. 12.15 Dt le 28/06/2021), correspondant à un potentiel de hausse de 16%.

Notre optimisme sur la valeur se justifie notamment par sa forte résilience, pour son business model basé sur le développement régional aux pays du Maghreb et en Afrique, qui affiche un fort potentiel de croissance à long terme et surtout basé sur l'intégration partielle pour réduire sa dépendance envers les fournisseurs et sur la diversification de ses sources de revenus pour s'assurer une solidité financière future lui permettant d'avoir les moyens de ses ambitions.

Considérant le caractère défensif de la valeur, l'amélioration de la profitabilité du groupe, les perspectives de développement, nous restons fortement positifs sur le groupe SAH quant à sa capacité de dégager des bénéfices récurrents et en amélioration dans les années futures, d'autant plus que l'essentiel des investissements est déjà réalisé et le retour sur investissement commencera à se faire sentir dès cette année. **Ainsi, et sur la base de l'ensemble de ces facteurs qui augurent d'une croissance future saine et réfléchie, nous recommandons d'ACHETER le titre au niveau de cours actuel.**

MAC SA- Intermédiaire en Bourse

Green Center, Rue du Lac Constance

1053- Les Berges du Lac – Tunisie

Tél : + 216 71 964 102

Fax : + 216 71 960 903

Email : macsa@macsa.com.tn

Web : www.macsa.com.tn

Département Recherches**Salma Zammit Hichri**

Chef du département

salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif

Analyste Senior

ibrahim @macsa.com.tn

Informations importantes

Les droits attachés à ce document sont réservés exclusivement à MAC SA. De ce fait, ce document ne peut en aucun cas être copié, photocopié, dupliqué en partie ou en totalité, sans l'accord exprès écrit de MAC SA. Ce document ne peut être distribué que par MAC SA. Ce Document est confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable de MAC SA. Si vous recevez ce document par erreur, merci de le détruire et de le signaler immédiatement l'expéditeur.

Ce document est communiqué à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement. Il est destiné à être diffusé indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier.

Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document est fondé sur des informations publiques soigneusement sélectionnées. Cependant, MAC SA 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. De Plus les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par MAC SA à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. MAC SA se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Plus généralement, MAC SA, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que ses directeurs, administrateurs, associés, agents représentants ou salariés rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis, ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de MAC SA.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

MAC SA ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez 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 vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.