

www.macsa.com.tn

Société des Articles Hygiéniques « SAH »

Industrie

**ACHETER**

Perspectives Positives

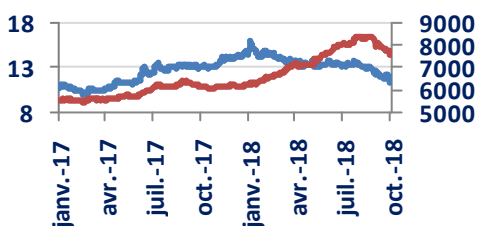
**Actionnaires**

JM HOLDING	67.0%
Blakeney	6.3%
SQM Frontier Africa Master Fund	4.6%
Public	22.1%

**Données boursières**

Cours (08/10/2018)	11,84 Dt
Capi. boursière	676,6 MDt
Nombre de titres	57 144 473
Performance 2018 YTD	-19.55%
Haut/Bas ( 2018)	16.14 /11.2 Dt

Performance	1M	YTD 2018	1 an
SAH	-5.38%	-19.55%	-9.46%



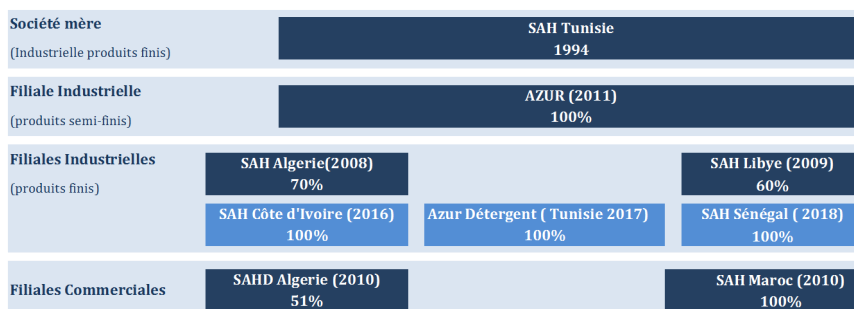
**RECOMMANDATION MAC SA**

- Spécialisée dans la fabrication et la commercialisation des articles hygiéniques sous la marque "Lilas", la société des articles hygiéniques SAH est le **leader du marché tunisien** avec une part de marché de 60%.
- La réussite de SAH est due à un business model basé sur sa présence dans le secteur des **biens de consommation**, le développement sur les **marchés régionaux**, l'intégration **verticale** et un **réseau de distribution stable**.
- SAH exporte vers plus de 20 pays en Afrique et les ventes à l'export représentent 43% du chiffre d'affaires consolidé notamment vers l'Algérie et la Libye. En 2017, le groupe SAH a enregistré des revenus de 373MDt soit une hausse de 10% par rapport à 2016.
- 2018 est un exercice difficile pour le groupe. Plusieurs facteurs ont été pénalisants notamment le renchérissement des matières premières et la continuation du glissement du dinar face à l'Euro et au US dollar. Par ailleurs, le groupe Lilas a connu en 2018 une période de transition qui n'a pas été sans impact sur ses résultats semestriels. En effet, le groupe a entamé un **programme d'investissement assez lourd** pour 230 MDT en « one shot » ce qui a induit inéluctablement une augmentation importante des charges financières, et notamment les intérêts bancaires et les pertes de change. Ainsi, l'exercice 2018 est à oublier et c'est à partir de 2019 que la trajectoire de croissance sera plus accélérée avec l'entrée en exploitation des nouveaux investissements.
- SAH est une valeur **liquide** appréciée pour sa forte **résilience**, pour son business model basé sur le **développement régional**, 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** par le lancement de l'activité **Détergent** pour s'assurer une solidité financière future lui permettant d'avoir les moyens de ses ambitions.
- Considérant l'amélioration de la profitabilité du groupe, les perspectives de développement en Afrique subsaharienne, nous restons fortement positifs sur le groupe SAH quant à sa capacité de dégager des bénéfices récurrents et en amélioration dans les années futures. Ainsi, nous réitérons notre recommandation d'**ACHETER** le titre à ces niveaux de cours.

**PRÉSENTATION DU GROUPE SAH**

- La Société d'Articles Hygiéniques, "SAH", est spécialisée dans la fabrication et la commercialisation des articles hygiéniques qui incluent les couches bébés, les couches adultes, les serviettes intimes, les papiers hygiéniques, les serviettes en papier, le papier absorbant, etc.. Tous ces articles sont commercialisés sous la seule marque "**Lilas**". Le groupe est composé de neuf sociétés dont sept sociétés industrielles et deux commerciales.
- La réussite de SAH est due à un business model basé sur sa présence dans le secteur des **biens de consommation**, le développement sur les **marchés maghrébins**, et récemment ceux de l'Afrique subsaharienne, l'intégration **verticale** et un **réseau de distribution stable**.
- Le marché tunisien reste la principale source de revenus pour le groupe générant un peu plus de 57% du CA consolidé. Avec une part de marché de 60%, tous produits confondus, SAH est le leader du marché tunisien. Aujourd'hui, SAH Tunisie exporte vers plus de 20 pays en Afrique en plus des deux filiales industrielles en Libye et en Algérie.

*Un groupe tunisien avec une dimension régionale*



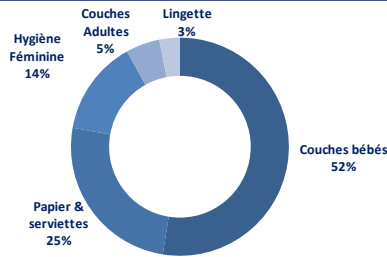
■ Sociétés déjà opérationnelles  
■ Nouveaux investissements

Chiffres clés consolidés	En mDt		
	2017	2018e	2019e
CA	373.4	412.0	657.0
EBE	72.1	73.0	116.0
Résultat Net (part du groupe)	24.6	23.0	48.8

Ratios valorisation	2017	2018e	2019e
<b>Valorisation intrinsèque</b>			
VE/CA	2.8	2.6	1.6
VE/EBE	14.7	14.5	9.1
ROE	12.9%	11.5%	15.0%

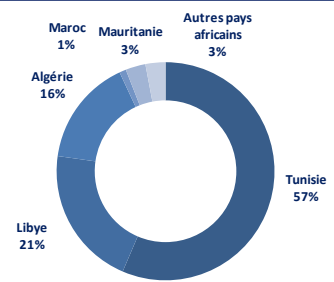
Valorisation marché			
	2017	2018e	2019e
P/E (x)	34.5	29.7	17.4
P/BV (x)	4.5	3.6	2.6
Rendement div	0%	0%	0%

Répartition des ventes par produits



Les ventes à l'export représentent 43% notamment vers la Libye et l'Algérie.

Répartition du CA par pays

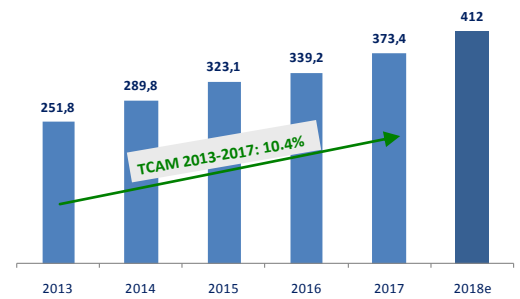


- Avec une gamme de produits bien diversifiée, le groupe SAH a consolidé sa part de marché local (60%) et a conquis les marchés maghrébins qui contribuent autour de 40% dans les ventes du groupe mais aussi les marchés africains avec, tout de même, un positionnement moins agressif. L'implantation dans ces marchés fait partie d'une stratégie de développement régional efficace et un positionnement avec un rapport qualité-prix adéquat. La récente pénétration industrielle du marché ivoirien et sénégalais s'inscrit dans une logique d'expansion géographique dans le but de créer une plateforme régionale pour exporter vers les autres pays membres de l'UEMOA. Cette vision régionale va aussi s'étendre sur la zone de l'Afrique de l'Est et une future implantation au Kenya ( permettant de desservir aussi la Tanzanie et Uganda).

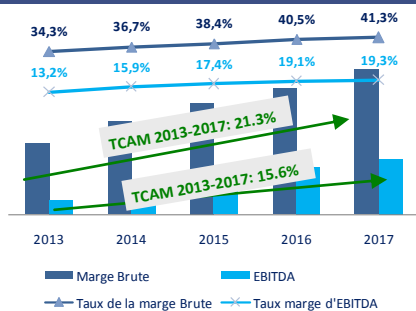
ANALYSE DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE

- Sur les cinq dernières années, SAH a montré une forte résilience avec une croissance moyenne de 10.4% par an grâce à une diversification géographique mais aussi à une agressivité commerciale sur le marché local. Le chiffre d'affaires en 2017 a atteint 373.4 MDT (+10.1%).
- Malgré la hausse des prix des matières premières et la dépréciation du dinar tunisien, le groupe a démontré aussi une résilience au niveau de sa performance opérationnelle puisque la marge brute et l'EBITDA ont évolué à des rythmes plus accélérés que les revenus (TCAM 2013-2017 de 15.6% et 21.3%, respectivement). Cette performance provient : (1) d'une intégration en amont à travers la filiale AZUR qui approvisionne toutes les autres sociétés industrielles du groupe avec la ouate de cellulose, intrant indispensable aux produits hygiéniques, (2) d'une diversification des sources d'approvisionnement pour les autres matières premières et (3) d'une augmentation progressive des prix de vente afin d'impacter une partie de la hausse des prix des matières.
- De plus, la gestion efficace des ressources humaines a permis aussi une réduction des charges de personnel qui représentent désormais 9.1% des revenus malgré qu'il s'agit d'une industrie qui a un fort recours à la main d'œuvre et aussi les extensions des unités de production.
- Au niveau du bottom line, les réalisations du groupe n'ont malheureusement pas suivi. Courant ces deux dernières années (2017 et 2018), le groupe a connu une phase d'investissement intensive ( près de 190 MDT sur les cinq dernières années et près de 85 MDT en 2018) qui a pesé sur les dotations aux amortissements. Par ailleurs, le groupe a subi des charges financières exceptionnelles de 27.85 MDT en 2017 dont la majeure partie provient de la perte de change ( 18.9 MDT en 2017 contre 2.4 MDT en 2016) et le reste provient des charges d'intérêts ( 10.9 MDT).

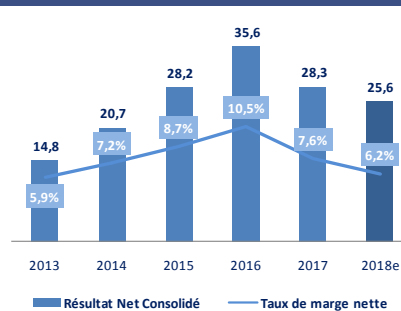
Evolution du Chiffre d'affaires



Evolution des marges



Evolution du Résultat Net Consolidé



- En plus des investissements, le groupe a connu une forte hausse du niveau de son BFR qui a atteint un record de 196 MDT ( 55% du CA en 2017 contre 22% en 2013) provenant en majeure partie de la hausse du stock. Au fait, SAH a adopté une nouvelle stratégie d'approvisionnement optant pour l'achat au comptant auprès des fournisseurs étrangers afin de limiter son risque de change mais aussi d'améliorer son pouvoir de négociation. Une stratégie qui s'est reflétée positivement sur les marges comme on l'a précisé plus haut mais a négativement impacté le niveau de la trésorerie poussant à un recours au financement à court terme.

- Ainsi à fin 2017, l'endettement net du groupe s'est situé à 208 MDT soit un gearing de 109.3%. Un niveau qui paraît élevé mais l'entrée en exploitation, à partir de 2018 et en 2019, de ces investissements, participeront à une plus forte génération de cash flows en plus de l'augmentation de capital en numéraire prévu d'ici la fin de 2018 ( pour boucler le schéma de financement) qui ne feront que réduire ce taux de gearing.

en MDT	2013	2014	2015	2016	2017
Cash Flow d'exploitation	26,5	31,6	28,0	30,7	25,3
Investissements	- 48,1	- 31,1	- 16,4	- 28,2	- 64,9
Free Cash flow	- 21,5	0,4	11,6	2,6	- 90,3
Dette Nette	101,1	108,7	111,6	122,3	208,4
Capitaux propres	106,8	128,1	143,2	164,6	190,7
Gearing	94,7%	84,9%	77,9%	74,3%	109,3%

## STRATÉGIE DE DÉVELOPPEMENT ET PERSPECTIVES DE SAH

- La stratégie de développement de SAH est basée sur un business model durable combinant création de valeur à travers la croissance et la rentabilité pour assurer la réussite à court et long terme.
- ⇒ **Intégration en Amont :** Le groupe SAH opère dans un marché concurrentiel où la réduction des coûts et l'amélioration de l'efficacité opérationnelle sont les sources de génération de cash-flows et de création de valeur. La société AZUR Papier, producteur de ouate de cellulose, qui est la matière première nécessaire pour toutes les autres filiales industrielles du groupe, sera le moteur de l'amélioration des marges pour l'ensemble du groupe. C'est dans cette logique que le groupe a procédé à un doublement de la capacité de production ( un investissement de 75 MDT) avec une 2ème ligne afin de réduire les coûts de production et améliorer les marges du groupe tout en augmentant les exportations de ouate de cellulose excédentaire. La mise en service de cette nouvelle ligne est prévue pour juillet 2019.
- ⇒ **L'expansion géographique :** Après avoir dominé son marché local et s'est procuré un positionnement confortable sur les marchés de la région Afrique du Nord, SAH part à la conquête de l'Afrique subsaharienne, un marché à fort potentiel et où le taux de pénétration des produits hygiéniques est encore faible. Une première implantation industrielle a été opérée en Côte d'Ivoire et qui devrait connaître des investissements complémentaires pour compléter la gamme LILAS déjà commercialisée. Le Sénégal sera le deuxième pays d'implantation dans la région eu égard à son fort potentiel de croissance. SAH Sénégal sera opérationnelle à partir du 2T2019. La première année d'activité sera marquée par la production de 8 produits.
- ⇒ **La diversification des sources de revenus:** le groupe SAH se lance désormais dans le segment des détergents ménagers à travers une nouvelle filiale "Azur Détergent" spécialisée dans la production de détergents sous la marque "Lilas" pour le marché local. La nouvelle usine, dont le démarrage est prévu pour fin 2018, produira une gamme complète de produits détergents (poudre, liquide, eau de javel), qui seront distribués sur le territoire tunisien à travers le réseau actuel de Lilas.

*Après l'Afrique Sub-saharienne  
le groupe SAH mettra le cap vers  
l'Afrique de l'Est.*

## PRÉVISIONS 2018&2019

- 2018 a été un exercice difficile pour le groupe. Plusieurs facteurs ont été pénalisants notamment le renchérissement des matières premières (+30% pour la cellulose; +15% pour le super absorbant) et la continuation du glissement du dinar face à l'Euro et au US dollar, sachant que 80% des matières premières sont importées, 65% des importations sont libellées en Euro et les 35% restants en US dollar. Le groupe Lilas a connu en 2018 une période de transition qui n'a pas été sans impact sur ses résultats semestriels. En effet, le groupe a entamé un programme d'investissement assez lourd pour 230 MDT "en one shot" ce qui a induit inéluctablement une augmentation importante des charges financières, et notamment les intérêts bancaires et les pertes de change.
- Malgré ces contraintes et difficultés, le groupe s'attend à un bénéfice consolidé de 25.6 MDT à fin 2018 soit un repli de 9.5% par rapport à 2017. Rappelons qu'au premier semestre 2018, le résultat net consolidé a été de seulement 11.6 MDT. Le rattrapage au niveau du bénéfice proviendra de la reprise des exportations vers la Libye, par un effet prix sur le marché tunisien (des augmentations de prix entre 12 et 20% à partir du mois d'août 2018) et le démarrage de Azur Détergent au 4T2018.

en MDT	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>CA</b>	<b>323,1</b>	<b>339,2</b>	<b>373,4</b>	<b>412,0</b>	<b>657,0</b>
Variation	11,5%	5,0%	10,1%	10,3%	59,5%
<b>EBITDA</b>	<b>56,3</b>	<b>64,7</b>	<b>72,1</b>	<b>73,0</b>	<b>116,0</b>
Variation	22,0%	15,0%	11,4%	1,2%	58,9%
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>17,4%</i>	<i>19,1%</i>	<i>19,3%</i>	<i>17,7%</i>	<i>17,7%</i>
<b>Résultat Net ( Part du groupe)</b>	<b>26,4</b>	<b>33,2</b>	<b>24,6</b>	<b>23,0</b>	<b>48,8</b>
Variation	48,9%	26,0%	-25,9%	-6,5%	111,7%
<i>Marge Nette</i>	<i>8,2%</i>	<i>9,8%</i>	<i>6,6%</i>	<i>5,6%</i>	<i>7,4%</i>

## RECOMMANDATION DE MAC SA

- Depuis son introduction en bourse, c'est la première année que le titre SAH connaît une tendance baissière perdant à ce jour 19.55% (depuis le début de l'année). A ce niveau de cours, le titre SAH s'échange à un multiple des bénéfices 2018e de 29.7x et un multiple d'EBE de 14.5x.
- Ces multiples peuvent paraître élevés à priori, mais vue le potentiel de croissance futur e des bénéfices ( TCAM 2018-2022 de 41%), le titre SAH paraît sous-valorisé si on prend en considération le ratio PEG ( The price/earnings to growth ) qui s'établit à 0.72.
- SAH est une valeur liquide appréciée pour sa forte résilience , pour son business model basé sur le développement régional aux pays du Maghreb et en Afrique subsaharienne, 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 l'amélioration de la profitabilité du groupe, les perspectives de développement en Afrique subsaharienne, nous restons fortement positifs sur le groupe SAH quant à sa capacité de dégager des bénéfices récurrents et en amélioration dans les années futures. Ainsi, nous réitérons notre recommandation d'ACHETER le titre à ces niveaux de cours.

Sociétés	Pays	VE/EBITDA 2018e	P/E 2018e
<b>The Procter &amp; Gamble Company</b>	<b>Etats Unis</b>	12,91x	18,72x
<b>Unilever PLC</b>	<b>Royaume Uni</b>	13,50x	19,33x
<b>Kimberly-Clark Corporation</b>	<b>Etats Unis</b>	11,45x	16,99x
<b>Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA</b>	<b>Suède</b>	14,43x	21,43x
<b>Kimberly-Clark de México, S. A. B. de C. V.</b>	<b>Mexique</b>	11,44x	20,49x
<b>Suominen Oyj</b>	<b>Finlande</b>	6,58x	20,88x
<b>Mediane</b>		12,18x	19,91x
<b>SAH</b>	<b>Tunisie</b>	14,51	29,69

Source : Capital IQ

**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*

*Ce document n'est pas une offre, sollicitation ou recommandation à l'achat ou à la vente du titre mentionné.*

*Les jugements et estimations constituent notre réflexion personnelle et sont sous réserve de modifications sans préavis préalable. Elles reflètent les opinions de l'analyste et peuvent coïncider ou pas avec les réalisations de la société. Les informations contenues dans le présent document sont obtenues de sources considérées fiables mais ne peuvent pas être garanties quant à leur précision.*

*MAC.SA se désengage de toute responsabilité quant à l'inexactitude ou omission de ce ou tout autre document préparé par MAC.SA au profit ou envoyé par MAC.SA à toute personne. Toute personne susceptible d'utiliser ce présent document est appelée à mener sa propre enquête et analyse de l'information contenue dans ce document et d'évaluer les bien-fondés et les risques liés au titre qui constitue le sujet de ce ou autre tel document.*

*MAC.SA se dégage de toute responsabilité d'une perte directe ou conséquente survenant suite à l'utilisation de ce document.*

*MAC.SA n'a pas perçu et ne percevra aucune compensation de la part des sociétés mentionnées ou autre tiers pour la préparation du présent document.*

*Ce document vous est fourni uniquement pour votre information et ne devrait en aucun cas être reproduit ou redistribué à toute autre personne.*

*En acceptant ce rapport vous êtes tenus par les limitations précitées.*