

Compte de résultat

En mDt	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	323,1	339,2	373,4	440,4	560,1	688,4	771,0
<i>Progression</i>	-	5%	10%	18%	27%	23%	12%
Marge brute	124,0	101,3	141,9	113,6	208,2	257,2	286,0
Taux de marge brute	38,2%	29,7%	37,7%	25,7%	36,9%	37,2%	36,9%
EBITDA	56,3	64,7	72,1	62,1	81,3	118,7	132,0
<i>Progression</i>	-	15%	11%	-14%	31%	46%	11%
Marge d'EBITDA	17,4%	19,1%	19,3%	14,1%	14,5%	17,2%	17,1%
Résultat net part du Groupe retraité*	26,4	33,2	24,6	22,8	23,0	46,5	50,5
<i>Progression</i>	-	26%	-26%	-8%	1%	102%	9%
Marge nette	8,7%	10,5%	7,6%	6,0%	4,0%	7,1%	7,0%

* Les résultats sont retraités des éléments exceptionnels comme la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat et les plus ou moins values sur cession.

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ **2019 a été une nouvelle année escale pour le Groupe SAH Lilas. Les retards dans l'entrée en exploitation de certains projets (Détergents, augmentation de capacité de la filiale Azur Papier et filiale au Sénégal) et dans la recapitalisation (une injection de fonds propres de 50MDt) n'ont pas été sans impacts sur la rentabilité. Lilas a accusé une quasi-stagnation de son résultat net part du groupe malgré une croissance à deux chiffres au niveau de ses revenus et de son EBITDA.**

♦ **La période transitoire fortement capitalistique est bientôt arrivée à son terme. 2020 sera la vraie année du retour sur investissement. Elle sera une année pleine d'exploitation pour l'activité « détergents » avec le développement de nouveaux produits destinés aux professionnels et la production de marques de distributeurs. L'activité profitera également de l'augmentation de capacité de l'usine de SAH Tunisie avec l'utilisation d'une nouvelle technologie de production plus performante et du démarrage, au dernier trimestre 2020, de l'extension de la capacité de production d'ouate de cellulose et de la nouvelle usine au Sénégal.**

♦ **Dans une conjoncture malmenée par la crise du 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 ».**

♦ **Le retour tant attendu aux dividendes au titre de l'exercice 2019 (un payout de 55%) après trois années blanches pour les actionnaires envoie un signal positif au marché; un signal que le Groupe est sur le point d'entamer une phase de génération de cash flow, et de désendettement et de récolter les fruits de ses investissements dans les prochaines années. Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur le titre.**

Prix : 11,000 Dt

Acheter (+)

Actionnariat*

JM Holding**:	62,7%
PICTET LUX:	9,8%
Flottant:	27,5%

Capitalisation boursière: 712MDt

Ratios boursiers***:

PER 2020e:	15,5x
Yield 2019e:	1,4%
EV/EBITDA 2020e:	8,8x
ROE 2019:	10,8%
Performance 2020:	-6,4%

* Actionnariat au 5 juillet 2019

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

*** Données au 26 juin 2020

« 2020 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 papier

- Cœur de métier du groupe (90% des revenus en 2019), l'activité d'hygiène papier est assurée par la société mère et par des filiales industrielles (Algérie, Libye, 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 adultes 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 papier, SAH Lilas a pu acquérir une position de leader dans quatre pays: Tunisie (65% de part de marché), Libye (45% de part de marché), Mauritanie (70% de part de marché) et Congo (40% de part de marché) et de challenger 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 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% sont réservés aux 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 au besoin 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 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 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.

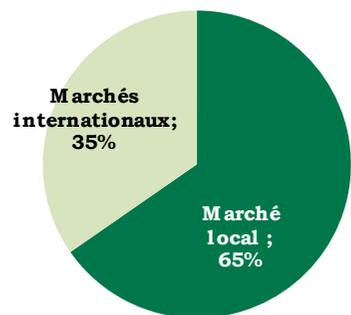
- Opérationnelle depuis juillet 2019, l'activité des détergents a connu un succès commercial important. Dès le lancement de cette activité, SAH Lilas a proposé une offre complète de produits haut de gamme comprenant: l'eau de javel, les détergents poudre (main et machine) et les détergents liquides (main et machine).

- SAH Lilas dispose aujourd'hui de 145 références produits toute activité confondue. Le Groupe réalise 35% 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 (15,6%). Le titre est prisé par les investisseurs étrangers pour sa dimension continentale et sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement.

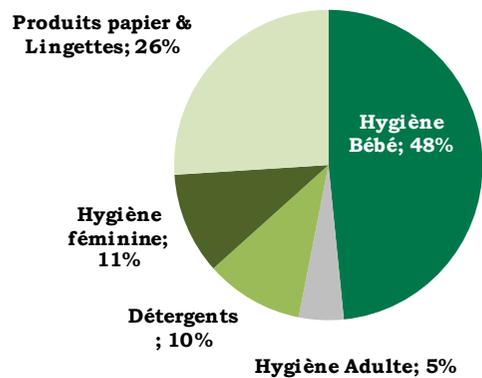
« Le développement de l'activité des détergents s'inscrit dans le cadre d'une stratégie de diversification qui capitalise sur le circuit de distribution bien rodé du Groupe et qui cible à long terme des marchés à l'export »

Répartition géographique des revenus

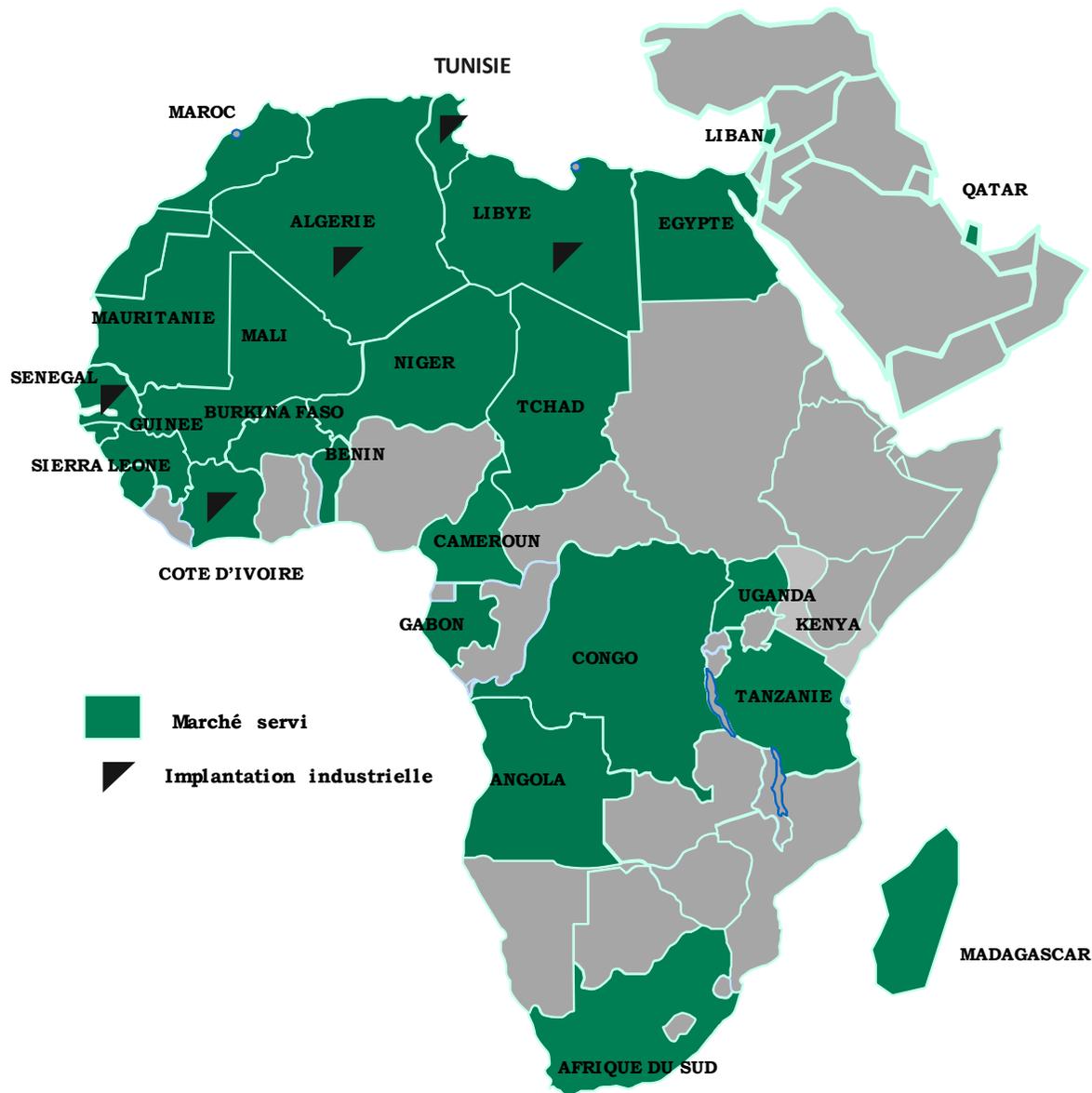


« SAH Lilas jouit d'une dimension internationale indéniable et d'une couverture géographique diversifiée (une vingtaine de pays en Afrique et deux pays dans la région MENA à savoir le Qatar et le Liban).

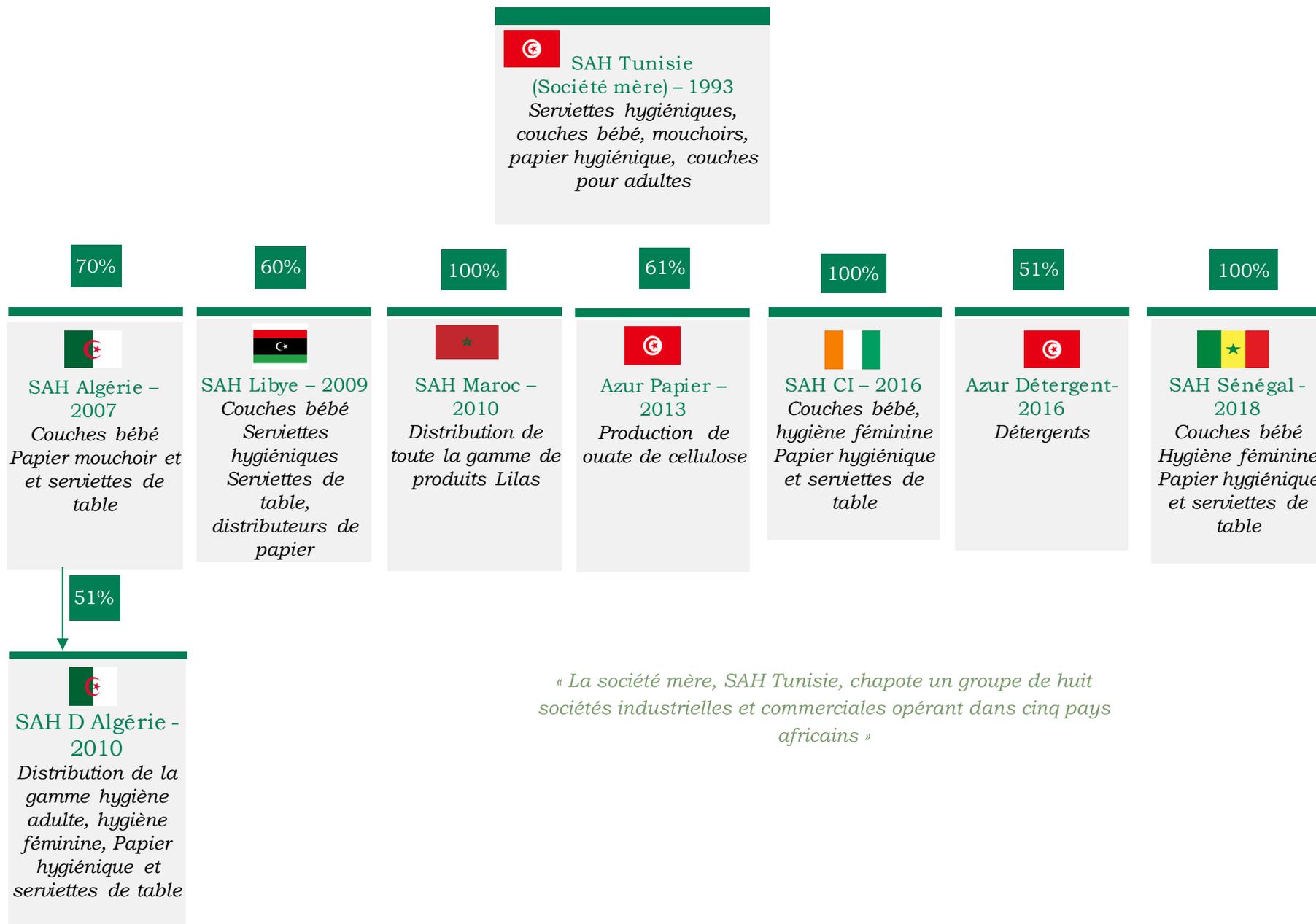
Répartition des revenus par type de produits



Présence géographique commerciale et industrielle du groupe SAH Lilas (2019)



Périmètre du Groupe SAH Lilas (2019)



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

II- Faits & éléments saillants de l'exercice 2019

▪ Si l'on fait le bilan de l'année 2019 pour le Groupe SAH Lilas, le constat est plutôt mitigé :

- **Sur le plan stratégique** : 2019 a été une année de transformation fructueuse pour le Groupe, passant du rang d'un acteur régional dans l'activité des couches bébés et de papier hygiénique à un groupe visant un leadership et une dimension continentale dans le secteur de l'hygiène. Le lancement réussi de l'activité « détergents » en juillet dernier témoigne d'un tel succès.

- **Sur le plan financier** : 2019 a été une nouvelle année escale pour le Groupe. Les retards dans l'entrée en exploitation de certains projets (Détergents, augmentation de capacité de la filiale Azur Papier et démarrage de la filiale au Sénégal) et dans la recapitalisation (une injection de fonds propres de 50MDt) n'ont pas été sans impacts sur la rentabilité. Le groupe a enregistré des réalisations en deçà des promesses de la dernière augmentation de capital. Lilas a accusé une quasi-stagnation de sa rentabilité malgré une croissance à deux chiffres de ses revenus.

▪ Le Groupe a affiché une dynamique commerciale remarquable en 2019. Ses revenus consolidés se sont accrus de 27% à 560,1MDt, soit un taux de réalisation de 70% par rapport au business plan communiqué en marge de la dernière recapitalisation.

▪ La performance du Groupe est illustrée par une forte croissance des ventes chez SAH Tunisie et SAH Côte d'Ivoire, à savoir 22% respectivement ainsi qu'un solide démarrage d'Azur Détergent qui a généré un chiffre d'affaires de 57,8 MDt pour les

six premiers mois de son activité, soit 10,3% des revenus consolidés du Groupe.

▪ En partant d'une faible année de base 2018 pénalisée par la hausse des prix des matières premières, la marge brute s'est envolée de 83% à 208,2MDt et le taux de marge brute a gagné 11,2 points de taux à 36,9%. Outre la normalisation des prix des matières premières, l'augmentation des prix de vente opérée fin 2018 a contribué à restaurer la marge brute du Groupe.

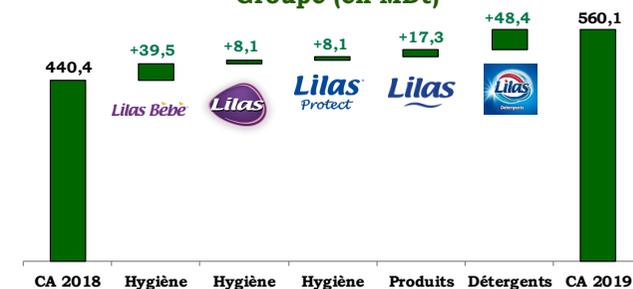
▪ La rentabilité opérationnelle s'est, également, consolidée sur l'année. La marge d'EBITDA a réalisé une augmentation de 31% et le taux de marge d'EBITDA a légèrement progressé de 0,4 point de taux à 14,5%. Les nouveaux projets notamment de la filiale ivoirienne et des détergents n'ayant pas encore atteint leur rythme de croisière, expliquent l'écart de marge d'EBITDA entre la période 2018-2019 (une marge moyenne de 14,3%) et la période 2015-2017 où la marge d'EBITDA s'est située aux alentours de 18,6%, en moyenne.

▪ Le recours important à l'endettement, le retard dans l'opération de recapitalisation (initialement prévue pour janvier 2020 et bouclée en juin 2020) et la politique intensive d'investissement adoptée sur les dernières années (une enveloppe de 300MDt sur la période 2016-2019) se sont matérialisés par des amortissements importants (une augmentation de 23% à 23,1MDt) et par la flambée des charges financières (+79% à 31,5MDt). Ces charges ont pesé sur la rentabilité nette du Groupe en 2019. Le résultat net part du groupe a ainsi, fait du quasi-surplace à 23MDt.

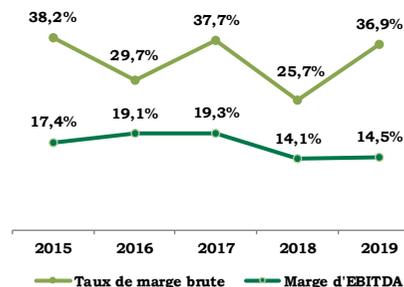
▪ 2019 a marqué l'amorce du processus de désendettement du Groupe. L'amélioration des cash-flow due au démarrage de l'activité

« Détergents » a valu à SAH Lilas de réduire son gearing de 102%, à fin 2018 à 85% en 2019. 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.

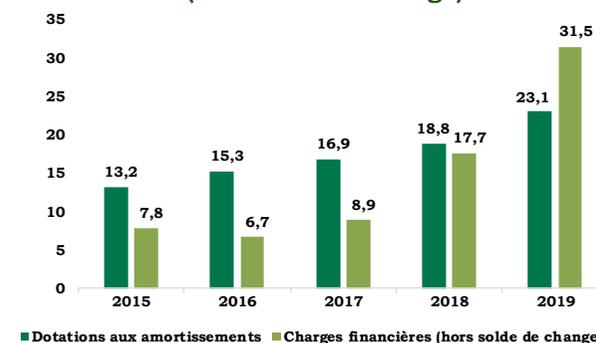
Décomposition de la croissance des revenus du Groupe (en MDt)



Evolution des marges



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



« 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	2015	2016	2017	2018	2019
Cash Flow d'exploitation	27,1	27,7	25,3	53,1	30,2
Investissements	16,7	28,2	64,9	76,6	132,4
Free Cash Flow	10,4	0,4	90,3	129,8	102,2
Dette Nette ajustée	116,8	125,8	215,4	284,7	322,8
Gearing	76%	70%	103%	102%	85%
ROE	22%	24%	15%	12%	11%
ROCE	15%	16%	18%	11%	9%

III- Perspectives d'avenir & prévisions

▪ 2018 et 2019 sont considérés comme des années charnières dans l'histoire du Groupe. 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, l'équipe de direction a annoncé sa volonté de créer une unité industrielle au Kenya, qui servira de tête de pont pour le Groupe.

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 part de marché de 20% en l'espace d'un semestre. 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.

▪ 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.

3/ L'intégration en amont: Le Groupe compte continuer dans sa stratégie d'intégration en amont. L'investissement dans la deuxième ligne d'ouate de cellulose sera opérationnel à partir du dernier trimestre 2020. Il permettra de sécuriser les approvisionnements de la société et d'exporter le surplus de production. La stratégie d'intégration en amont devrait générer un effet de levier sur les marges du Groupe.

▪ Selon le management, le Groupe devrait atteindre sa vitesse de croisière en 2021. En attendant, SAH Lilas devrait réaliser une solide croissance des revenus et du résultat net en 2020. Les réalisations 2020 seront marqués par:

- une année pleine d'exploitation pour l'activité « détergents » avec le développement de nouveaux

produits destinés aux professionnels et la production de marques de distributeurs,

- l'augmentation de capacité de l'usine de SAH Tunisie avec l'utilisation d'une nouvelle technologie de production de pointe plus performante,

- le démarrage, au dernier trimestre 2020, de la deuxième ligne de production d'ouate de cellulose et de la nouvelle usine au Sénégal.

▪ La rentabilité du Groupe devrait, par ailleurs, s'améliorer en 2020 bénéficiant de (i) l'impact de la baisse des prix des matières premières principales notamment la cellulose, le super absorbant et la pâte à papier, (ii) l'optimisation du processus des opérations et (iii) 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.

▪ SAH Lilas a réussi un bon démarrage en 2020, malgré un contexte ambiant difficile marqué par la crise sanitaire mondiale du COVID-19. Les revenus consolidés se sont élevés au 31 mars 2020 à 161MDt, soit une croissance annuelle de 19%. Retraités de l'incidence des commandes non livrées sur le marché local et des commandes non exportées vers les marchés libyen et algérien, les revenus consolidés atteindraient 174MDt, soit une progression de 29% par rapport au premier trimestre 2019.

▪ Compte tenu de ce qui précède, nous pensons que le Groupe devrait réaliser:

1) En 2020: une croissance du chiffre d'affaires de 23% à 688,4MDt et un doublement du résultat net part du groupe à 46,5MDt,

2) En 2021: une progression du chiffre d'affaires de 12% à 771MDt et une hausse du résultat net de 9% à 50,5MDt.

IV- Parcours boursier & opinion de Tunisie Valeurs

▪ Depuis 2018, le Groupe SAH Lilas a connu un parcours boursier difficile qui s'est soldé par un décrochage de 18% jusqu'à aujourd'hui. Les retards récurrents dans les projets d'investissement et les décalages par rapport aux projections du management expliquent cette contreperformance.

▪ Cette correction a ramené la valorisation du Groupe à des niveaux acheteurs. Aujourd'hui SAH Lilas traite à 15,5x les bénéfices et 8,8x son EBITDA estimés pour 2020. Des niveaux attrayants comparativement à la moyenne internationale (voir tableau ci-contre).

▪ Dans une conjoncture malmenée par la crise du 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.

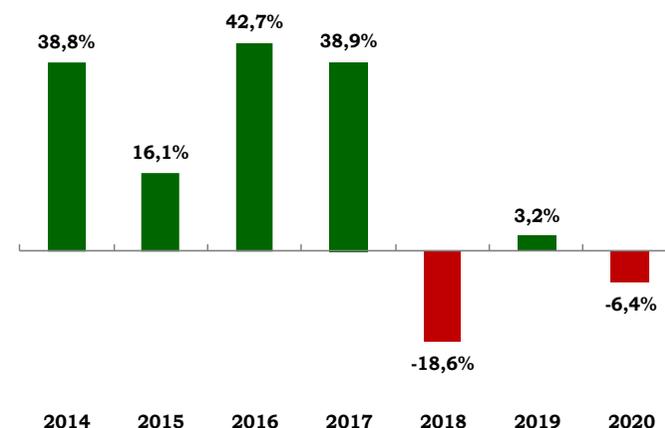
3) Il s'agit d'une valeur internationale: Après avoir gagné le pari de sa transformation en un champion national des produits d'hygiène et des détergents, fortement intégré, le Groupe affiche des ambitions internationales.

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.

▪ Le retour tant attendu aux dividendes au titre de l'exercice 2019 (un dividende de 0,150Dt par action soit un payout de 55%, qui sera mis en paiement le 20 juillet 2020) après trois années blanches pour les actionnaires est un évènement qui sera très apprécié par le marché.

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

Performances boursières de SAH Lilas depuis son introduction en bourse



« 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 »

Société	Pays	P/E		VE/Chiffre d'affaires		VE/EBITDA	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021
SAH Lilas	Tunisie	15,5	14,2	1,5	1,4	8,8	7,9
Emami Limited	Inde	17,2	15,6	3,3	3,0	11,9	11,0
Kimberly-clark de Mexico SAB	Mexique	19,2	18,4	2,7	2,6	10,7	10,3
Hypera S.A.	Brésil	16,2	13,6	4,5	3,3	13,7	9,9
KP Tissue Inc.	Canada	17,6	18,5	N/D	N/D	N/D	N/D
Kimberly-clark Corp.	Etats-Unis	18,3	17,7	2,9	2,9	12,1	11,8
Edgewell Personal care Co.	Etats-Unis	9,4	9,0	1,2	1,2	6,8	6,7
Suominem Yhtymä Oyj	Finlande	12,4	10,9	0,6	0,6	5,5	5,2
Amorepacific Corp	Corée du sud	47,4	27,7	2,1	1,8	14,4	11,7
Kao Corp.	Japon	27,8	25,0	2,8	2,7	14,7	13,3
Pigeon Corp.	Japon	45,8	38,9	4,6	4,3	24,9	21,6
Hengan International Group	Iles cayman	15,8	14,8	2,9	2,7	10,5	10,4
Vinda International Holdings	Iles cayman	16,4	15,7	1,8	1,7	9,4	8,9
Mediane		17,4	16,7	2,8	2,7	11,9	10,4

Source: Infront Analytics