

Compte de résultat consolidé

Chiffres consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023p	2024p	2025p
Chiffre d'affaires	373,4	440,4	560,1	624,6	670,5	723,9	785,5	851,9	928,4
<i>Progression</i>	-	17,9%	27,2%	11,5%	7,4%	8,0%	8,5%	8,5%	9,0%
Marge brute	141,9	113,6	208,2	261,4	272,7	302,2	340,7	380,6	407,6
Taux de marge brute	38,0%	25,8%	37,2%	41,8%	40,7%	41,8%	43,4%	44,7%	43,9%
EBITDA	72,1	62,1	81,3	110,3	102,4	125,2	156,5	188,5	207,2
<i>Progression</i>	-	-13,9%	30,9%	35,7%	-7,2%	22,2%	25,0%	20,5%	9,9%
Marge d'EBITDA	19,3%	14,1%	14,5%	17,7%	15,3%	17,3%	19,9%	22,1%	22,3%
Résultat net part du groupe	24,6	22,8	23,0	30,6	16,2	34,0	50,4	76,6	89,3
<i>Progression</i>	-	-7,5%	0,8%	33,4%	-47,0%	109,7%	48,1%	52,1%	16,6%
Marge nette	6,6%	5,2%	4,1%	4,9%	2,4%	4,7%	6,4%	9,0%	9,6%

Sources: Etats financiers et prévisions du management du Groupe SAH.

♦ La performance du Groupe SAH sur l'exercice 2021 a été clairement impactée par la morosité du contexte économique, aussi bien local que celui des filiales du Groupe à l'étranger. La performance commerciale du Groupe s'est tout de même améliorée comparativement à l'année 2020. Au terme de l'exercice 2021, 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 2021 a été marqué par une contreperformance remarquable comparativement aux résultats du Groupe pour l'année 2020. La conjoncture économique et l'impact des nouveaux investissements sur la structure des coûts ont fait que les résultats ont nettement baissé.

♦ Le Groupe SAH confirme ses prévisions de croissance pour l'année 2022. En dépit d'un contexte macroéconomique qui reste incertain, le Groupe continue d'évoluer grâce à la notoriété de ses marques et sa diversification géographique ainsi qu'aux efforts continus en matière d'innovation, soutenus par les investissements et une meilleure exécution au niveau de ses canaux de distribution locaux et régionaux. Selon le business plan 2022-2025, l'exercice 2022 devrait constituer l'année de retour aux standards de performance du Groupe. La consolidation du niveau d'activité de la filiale Azur Papier suite à la confirmation de sa deuxième ligne de production de ouate de cellulose, et la conquête de nouveaux clients à l'étranger, seront des facteurs favorables à l'augmentation du chiffre d'affaires Groupe pour l'année 2022 et les exercices d'après. L'évolution de part et d'autre des charges d'exploitation par l'effet de la croissance des volumes produits et le contrôle des coût opérationnels par le biais des plans d'optimisation et de productivité envisagés, seront de nature à améliorer le niveau général des indicateurs de performance du Groupe pour les années à venir.

Prix : 9,400Dt

Acheter (+)

Actionnariat

JM Holding*:	62,7%
ECP AFRICA FUND:	5,5%
Autres actionnaires:	31,8%

Capitalisation boursière: 614MDt

Ratios boursiers**:

PER 2022e:	18,1x
Dividend yield 2021:	2,2%
P/B 2021:	2,1x
EV/EBITDA 2022e:	7,9x
ROE 2021:	6,6%
Performance 2022:	-15,9%

* Holding codétenu par Madame Jalila MEZNI et le fonds d'investissement RMBV.

** Données au 19 Juillet 2022.

« Le Groupe SAH confirme ses prévisions de croissance pour l'année 2022. En dépit d'un contexte macroéconomique qui reste incertain, le Groupe continue d'évoluer grâce à la notoriété de ses marques et sa diversification géographique ainsi qu'aux efforts continus en matière d'innovation, soutenus par les investissements et une meilleure exécution au niveau de ses canaux de distribution locaux et régionaux »

♦ **L'amélioration de la rentabilité des investissements déjà réalisés par l'effet de la réduction progressive de la partie fixe de leurs structures de coûts et le complément de rentabilité dégagé par les nouveaux investissements, en l'occurrence le business des détergents et cosmétique, feront que la capacité bénéficiaire globale ne cesserait de s'améliorer. Au terme de l'exercice 2025, le résultat net part Groupe devrait atterrir à 89,3MDt ce qui représenterait une croissance annuelle moyenne prévisionnelle du résultat net de l'ordre de 27,3% sur la période prévisionnelle.**

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

♦ **SAH Lilas continue à distribuer des dividendes, envoyant un signal fort au marché que le Groupe est bien disposé à entamer une phase de génération de cash-flow, et de désendettement et qu'il est sur le point de récolter les fruits de ses investissements dans les prochaines années. Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur le titre.**

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 onze sociétés qui opèrent dans trois lignes de métier:

1) La production de produits d'hygiène et papier

▪ Cœur de métier du groupe (près de 66% des revenus consolidés en 2021), 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, serviette de table, essuie-tout...), les produits d'hygiène féminine, les couches bébé, les produits d'hygiène adulte et les lingettes. Les installations industrielles du Groupe en dehors de la Tunisie ont permis d'accélérer la couverture régionale du Groupe. SAH Lilas a réussi, en effet, à établir une plateforme en Côte d'Ivoire et au Sénégal pour servir les marchés voisins de la zone UEMOA.

▪ Sur la ligne des produits d'hygiène et papier (toute la gamme hygiène i.e. bébé, féminine, adulte et la gamme papier), SAH Lilas se positionne parmi les leaders sur les marchés tunisien, libyen, mauritanien et congolais avec une forte présence 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 et papier et de maîtriser la qualité de l'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% des 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. Cette deuxième ligne de production d'ouate de cellulose est entrée en production depuis Février 2021. Une part de 40% de la production de cette deuxième ligne est destinée aux besoins du Groupe. Le reliquat est 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 actuellement 53,6% 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 poudre (main et machine) et les détergents liquides (main et machine).

- Le Groupe prend, désormais, un nouveau virage stratégique en comptant se lancer dans la fabrication des produits cosmétiques. C'est le projet phare auquel devrait s'atteler le management en 2022. Localisée à Zeriba, Zaghouane, l'usine de la nouvelle filiale dédiée à cette ligne de métier et dénommée Azur Industrie Cosmétique, devrait coûter la somme de 45MDt. Dotée d'une capacité de production de 25 mille tonnes par an, cette usine devrait entrer en exploitation fin 2022. Elle sera spécialisée dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après shampoing, du gel douche et du

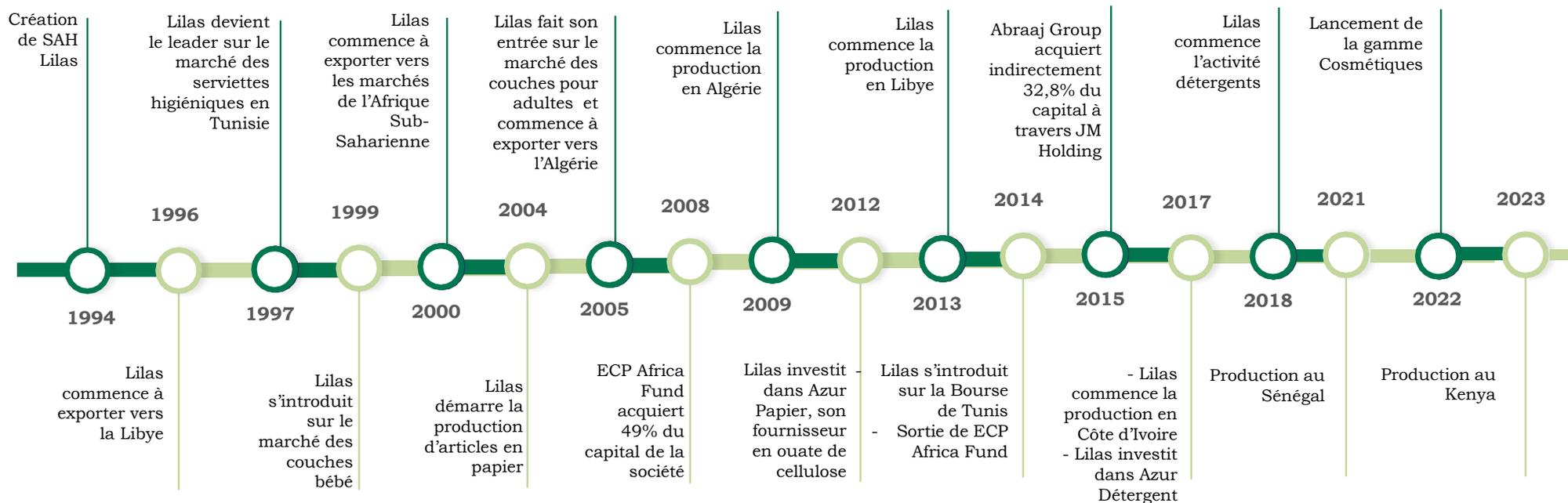
déodorant. L'investissement de 45MDt comprend, également, le coût de la création d'une unité de fabrication d'emballages en plastique pour les besoins du Groupe pour les activités cosmétiques et détergents d'où la création de la nouvelle filiale Azur d'articles plastiques en 2021. En se lançant dans 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.

- SAH Lilas dispose aujourd'hui de plus de 300 références produits toutes activités confondues. Le Groupe réalise 33,7% 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

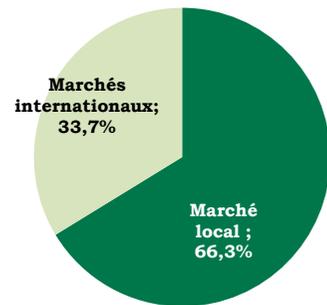
en Afrique et deux pays dans la région MENA à savoir le Qatar et le Liban). Il est l'unique acteur indépendant ayant des sites de production dans 5 pays africains (Tunisie, Algérie, Libye, Côte d'Ivoire et Sénégal). Notons qu'un site de production additionnel sera implanté à partir de 2023 en Afrique de l'Est (au Kenya).

« 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 »

- 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 (de 9,8%). Le titre est prisé par les investisseurs étrangers pour sa dimension continentale et sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement.

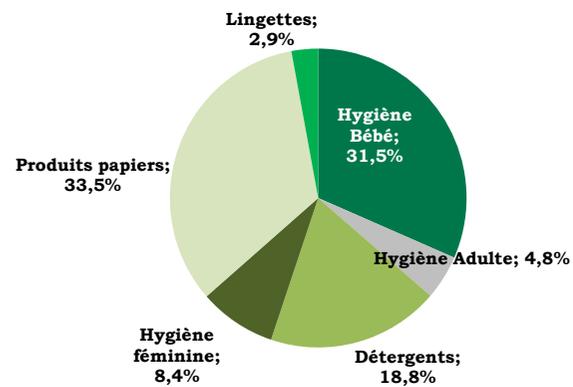


Répartition géographique des revenus (2021)

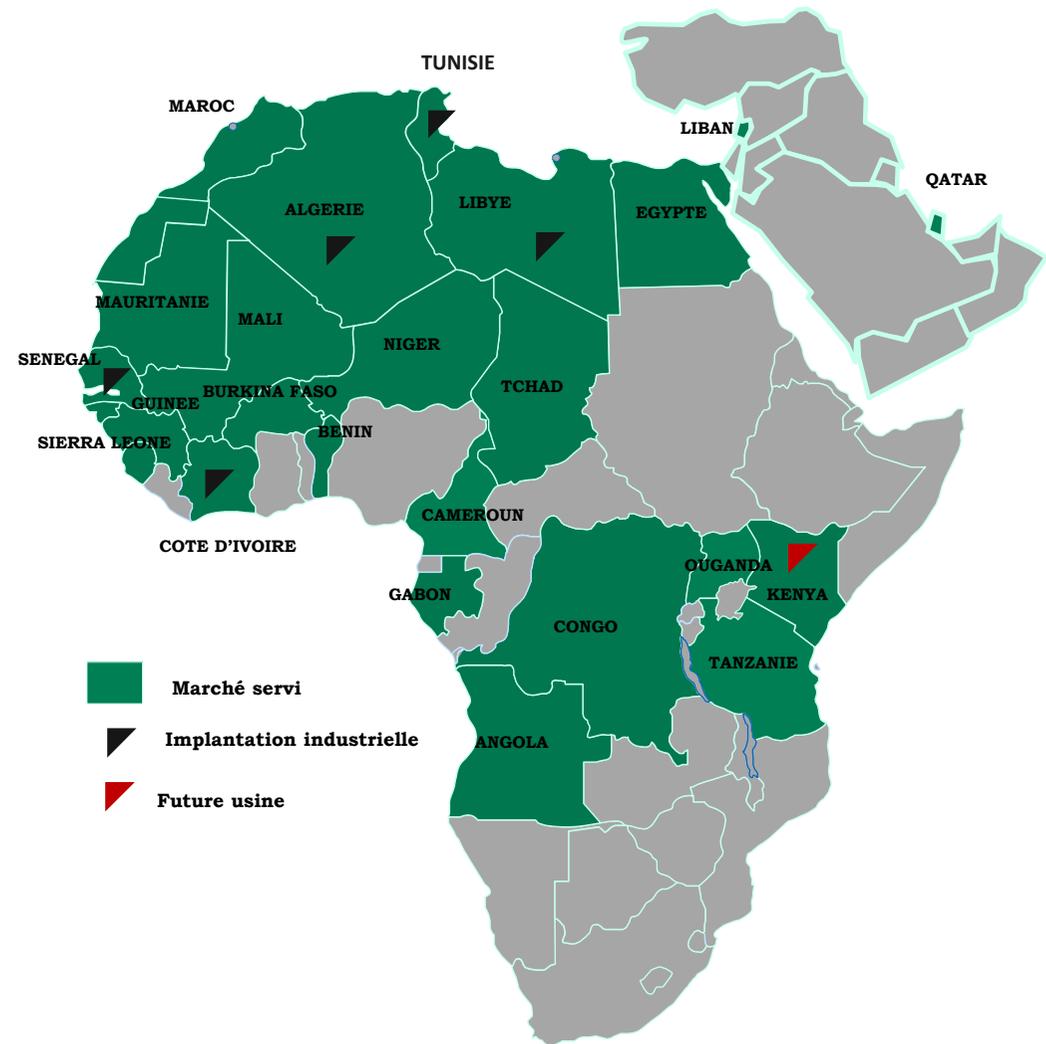


« SAH Lilas jouit d'une dimension internationale indéniable et d'une couverture géographique diversifiée (une vingtaine de pays en Afrique et deux pays dans la région MENA à savoir le Qatar et le Liban).

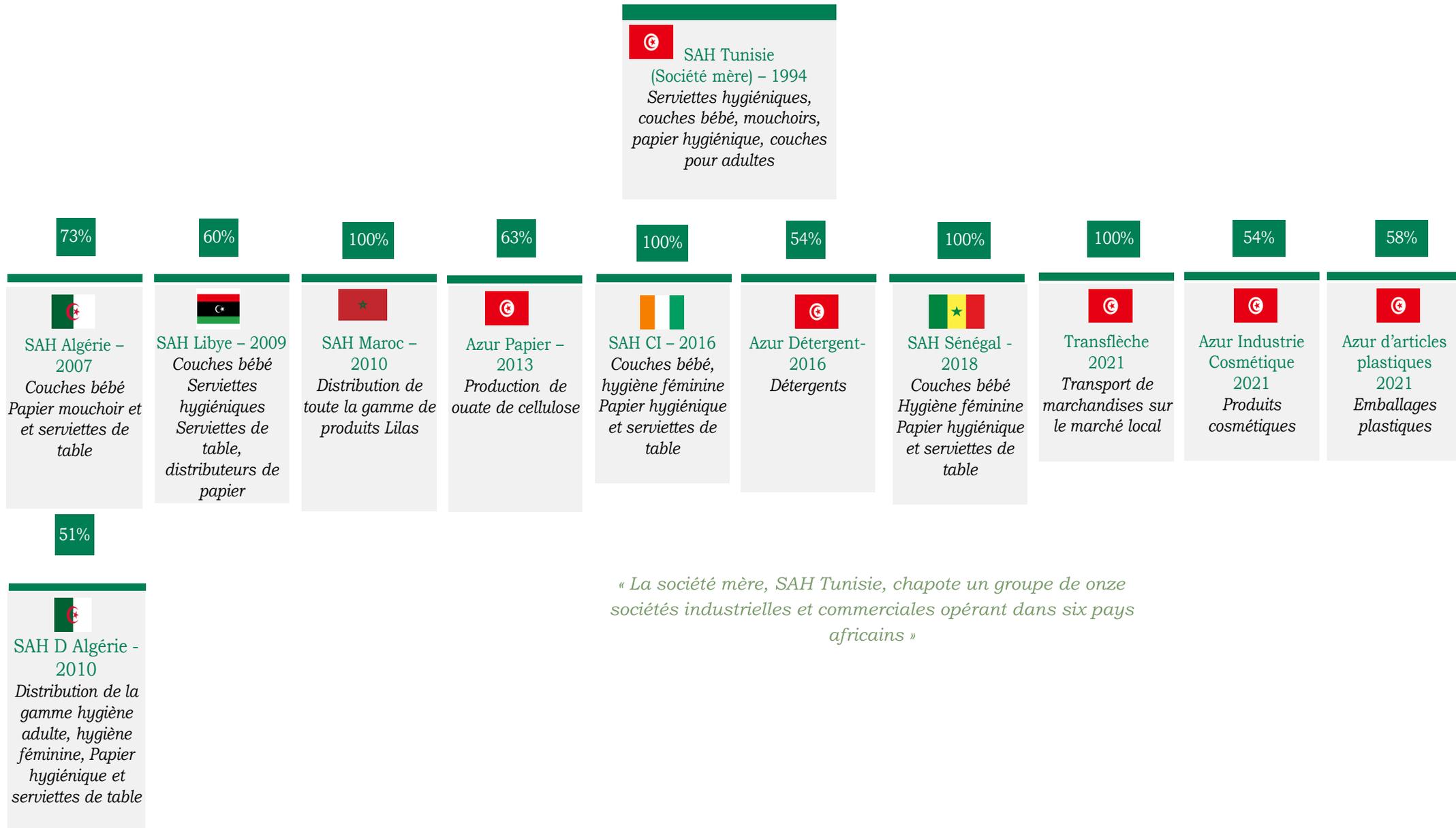
Répartition des revenus par gamme de produits (2021)



Présence géographique commerciale et industrielle du groupe SAH Lilas (2021)



Périmètre du Groupe SAH Lilas (2021)



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

II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

▪ 2021 a été une deuxième année de suite au goût de la crise pour le Groupe SAH Lilas. Si l'activité du Groupe revêt un caractère défensif, la crise de la Covid-19 a empêché une normalisation de l'activité et de la rentabilité et a dû générer un manque à gagner important au niveau des ventes.

▪ En réalité, la performance financière du Groupe a été impactée par le contexte macroéconomique global. Malgré les bonnes performances réalisées, le taux de réalisation des objectifs de résultat net aurait pu être beaucoup plus élevé n'eussent été les effets de l'inflation et du taux de change sur les coûts des inputs, et les retards cumulés sur les dernières années dans le plan de développement du Groupe.

▪ Au terme de l'exercice 2021, les revenus consolidés du Groupe se sont, toutefois, 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. Le Groupe a vu ses ventes consolidées augmenter de 7,4% à 670,5MDt.

▪ Selon le management du Groupe, les performances commerciales du marché local, composées par les réalisations locales des sociétés SAH Tunisie, Azur Papier et Azur Détergent, se sont bien améliorés. Le chiffre d'affaires à l'export, composé des ventes à l'export des filiales locales et du chiffre d'affaires des filiales du Groupe à l'étranger, s'est également amélioré. La croissance du chiffre d'affaires à l'export est principalement expliquée par la remarquable augmentation du

chiffre d'affaires à l'export de la société Azur Papier, et ce suite à l'entrée en production de sa deuxième ligne de production de ouate. A fin 2021, le chiffre d'affaires à l'export d'Azur Papier a totalisé 60,3MDt contre 17,9MDt en 2020. Il est également important de rappeler que les revenus à l'export du Groupe ont été consolidés par la contribution de la filiale SAH Sénégal, dont le chiffre d'affaires s'est élevé à 8MDt pour sa première année d'exploitation.

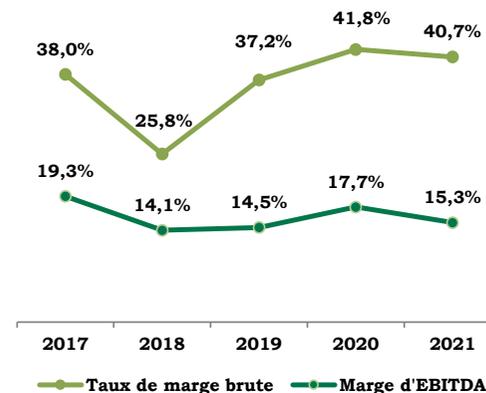
▪ Il y lieu de noter que la croissance des revenus consolidés affichée en 2021 aurait pu être plus soutenue n'eussent été: 1) la nouvelle politique commerciale de la société mère, favorisant les paiements au comptant afin de sécuriser son processus de recouvrement compte tenu de la détérioration de la liquidité chez certains clients, 2) le changement du comportement des distributeurs et des grossistes en Tunisie : ces derniers ne voulant plus faire du stockage en raison des mesures prises par les autorités publiques pour lutter contre le monopole et la spéculation des marchandises et 3) 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 à cause de la poursuite du contexte pandémique.

▪ Malgré la résilience commerciale affichée par SAH Lilas, l'exercice 2021 a été marqué par une tendance généralement baissière du niveau des marges du Groupe et par une dégradation de la rentabilité d'exploitation, comparativement à l'année 2020. Cette détérioration de la rentabilité

* La politique de dévaluation du dinar libyen a fait que la parité est passée de 2,02Ddt pour un dinar libyen à une moyenne de 0,62Ddt pour une unité de monnaie locale ce qui a fait que le chiffre d'affaires en dinar tunisien de la filiale SAH Libye a affiché une baisse de 58% en passant de 24,1MDt en 2020 à 9,9MDt au terme de l'année 2021.

trouve son origine dans deux principaux facteurs:

Evolution des marges consolidées



1) l'inflation matières en raison du renchérissement du prix des intrants (cellulose, super absorbant, PEHD et acide sulphonique) avec des hausses de prix atteignant parfois les 100% et de l'augmentation exponentielle des frais de logistique et de transport maritime (le prix du conteneur de matières premières provenant d'Asie est passé de 3 000USD à 20 000USD en 2021), et 2) le changement du périmètre d'activité par l'intégration de nouvelles lignes de métier n'ayant pas encore atteint des niveaux optimaux de rentabilité.

▪ Ainsi, le taux de marge brute consolidé a reculé de 1,2 point de pourcentage à 40,7%. N'eussent été l'augmentation des prix de vente de 3% en 2021 et la mise en place d'initiatives pour l'optimisation des stocks et des achats de matières premières, la dégradation de la marge brute aurait été bien plus marquée.

▪ La marge d'EBITDA s'est rétractée, pour sa part, de 2,4 points de pourcentage à 15,3%. Au niveau de l'EBITDA, les efforts de maîtrise de la facture salariale (+0,7% à 68,5MDt) ont été neutralisés par la flambée des autres charges d'exploitation (+22,7% à 101,8MDt). En conséquence, l'EBITDA s'est plié de 7,2% à 102,4MDt.

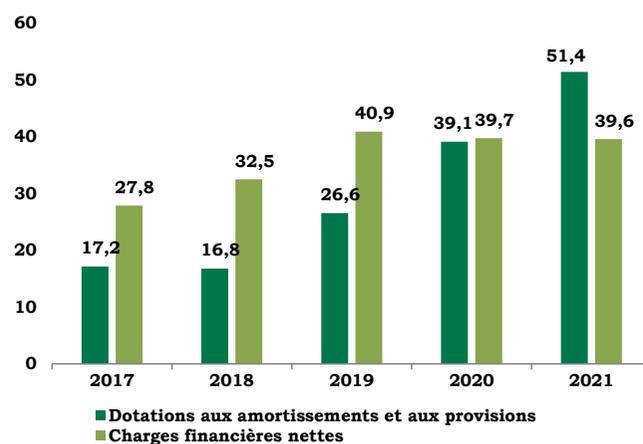
▪ En sus de la baisse de l'EBITDA, la rentabilité du Groupe a pâti de l'augmentation à deux chiffres des dotations aux amortissements et aux provisions (+31,4% à 51,4MDt). SAH Lilas termine l'année écoulée, au final, avec un résultat net part du groupe de 16,2MDt, en chute de 47%. N'eût été la maîtrise des charges financières, qui ont été stabilisées à près de 40Mt, la baisse du résultat net aurait été bien plus prononcée.

Chiffres consolidés en MDt	2017	2018	2019	2020	2021
Cash Flow d'exploitation	- 25,3	- 53,1	30,2	67,8	51,8
Investissements	63,1	72,4	119,1	72,1	33,1
Free Cash Flow	- 88,4	- 125,5	- 88,9	- 4,2	18,7
Dette Nette ajustée	215,4	284,7	322,8	382,4	410,0
Gearing	102,6%	101,7%	85,5%	97,5%	112,4%
ROE	14,9%	12,0%	10,8%	14,8%	6,6%
ROCE	17,7%	10,6%	9,3%	9,5%	5,5%

▪ A cause 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 359,7MDt sur la période 2017-2021), SAH continue à manifester un fort appétit à l'endettement. En 2021, la dette nette (ajustée de l'escompte) a cru de 7,2% à 410MDt, soit un gearing de 112,4% contre 97,5% en 2020. Il est à signaler qu'une bonne partie de la mobilisation du levier financier est dédiée au

financement du besoin en fonds de roulement.

Evolution des dotations aux amortissements et aux provisions et des charges financières 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 »

▪ Toutefois, ce niveau d'endettement nous semble peu alarmant. Les fondamentaux du Groupe restent solides et la montée en régime des nouveaux investissements devrait permettre de doper davantage les cash-flows et de désendetter 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 cinq prochaines années (hausse de la capacité de production de la cogénération de 9MW actuellement à 15MW).

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 d'avenir & prévisions

▪ Après avoir consolidé son leadership en Tunisie, en Libye, en Mauritanie et au Congo, SAH Lilas s'est lancé de nouveaux défis : l'expansion régionale, la diversification des activités, l'intégration en amont, la montée en capacité et le projet logistique.

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

1/ L'expansion régionale : Après le lancement réussi des filiales algérienne et libyenne, SAH Lilas 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, renforcer sa présence en Afrique de l'Est. Pour ce faire, le management compte développer un site de production de couches bébé et d'articles d'hygiène féminine au Kenya destiné au marché local et aux marchés voisins (Tanzanie et Ouganda), profitant de : 1) l'urbanisation rapide de la région et 2) la relance économique grâce à la poursuite des projets d'infrastructure.

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 Juillet 2019 et a permis au Groupe de se tailler une bonne part de marché en l'espace de deux ans et demi d'activité. 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.

- La société s'attend à ce que ses ventes à l'export augmentent considérablement en Afrique subsaharienne compte tenu de la forte demande au Congo, au Gabon, au Burkina Faso et en Mauritanie.

- 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.

- Le Groupe prend, désormais, un nouveau virage stratégique en comptant se lancer dans la fabrication des produits cosmétiques. C'est le projet phare auquel devrait s'atteler le management en 2022. Localisée à Zeriba, Zaghouane, l'usine de la nouvelle filiale dédiée à cette ligne de métier et dénommée Azur Industrie Cosmétique, devrait coûter la somme de 45MDt. Dotée d'une capacité de production de 25 mille tonnes par an, cette usine devrait entrer en exploitation fin 2022. Elle sera spécialisée dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après shampoing, du gel douche et du déodorant. L'investissement de 45MDt 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. 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.

3/ L'intégration en amont: Etant opérationnel depuis Février 2021, l'investissement dans une deuxième ligne d'ouate de cellulose permettra au Groupe de sécuriser ses approvisionnements et d'exporter le surplus de production. La stratégie d'intégration en amont devrait générer un effet de

levier sur les marges du Groupe dans les prochaines années.

4/ La montée en capacité: Le management compte installer de nouvelles lignes de production d'essuie-tout en Algérie, Libye, Sénégal et Côte d'Ivoire. SAH envisage, également, d'installer une nouvelle ligne de production de couches bébé au Sénégal et en Libye. En Tunisie, le Groupe devrait installer une nouvelle machine de production de lingettes. Tous ces projets devraient entrer en exploitation en 2022.

5/ Le projet logistique : Portant sur un investissement total de 5,5MDt, ce projet consiste en la création d'une nouvelle filiale spécialisée dans le transport local des marchandises de SAH Lilas. Appelée Transflèche, la nouvelle filiale a été dotée d'une flotte de 15 semi-remorques. L'objectif de cet investissement est d'internaliser le transport des produits pour une meilleure supervision et d'optimiser les coûts du transport, spécialement dans le contexte d'inflation actuel.

« Après avoir consolidé son leadership en Tunisie, en Libye, en Mauritanie et au Congo, SAH Lilas s'est lancé de nouveaux défis : l'expansion régionale, la diversification des activités, l'intégration en amont, la montée en capacité et le projet logistique »

- En dépit d'un contexte macroéconomique qui reste incertain, le Groupe continue d'évoluer grâce à la notoriété de ses marques et sa diversification géographique ainsi qu'aux efforts continus en matière d'innovation, soutenus par les investissements et une meilleure exécution au niveau de ses canaux de distribution locaux et régionaux.

- En outre, Azur Papier enregistre une très forte demande en termes de “Jumbo rolls”, exacerbée par une augmentation de la demande mondiale impactant les prix à la hausse. Le Groupe devrait bénéficier de cette dynamique mondiale, en termes de volume et de prix, en utilisant sa capacité additionnelle désormais disponible à Azur Papier.

- **Malgré l'accélération de l'inflation depuis l'année 2021, le Groupe devrait être en mesure de maintenir sa profitabilité grâce à des initiatives ciblées de gestion des prix de vente et d'optimisation des charges d'exploitation en opérant, à titre d'exemple, des coupes dans le budget du marketing et de la communication.**

- Durant l'AGO du 20 Juillet 2022, l'équipe de direction de SAH Lilas a présenté un nouveau business plan ambitieux qui s'étale sur la période 2022-2025. Ce plan d'affaires allie croissance du top line et consolidation de la rentabilité.

- Selon le business plan 2022-2025, l'exercice 2022 devrait constituer l'année de retour aux standards de performance du Groupe. Au terme de l'exercice 2022, le total des produits d'exploitations consolidés du Groupe serait aux environs de 727,4MDt ce qui représenterait une croissance de 7,9% par rapport aux chiffres de l'année 2021. Ce complément de chiffre d'affaires devrait être justifié par l'augmentation des ventes de la société mère SAH Tunisie ainsi que les autres filiales du Groupe. La consolidation du niveau d'activité de la filiale Azur Papier suite à la confirmation de sa deuxième ligne de production de ouate, et la conquête de nouveaux clients à l'étranger, seront des facteurs favorables à l'augmentation du chiffre d'affaires du Groupe pour l'année 2022 et les exercices de suite. Tout compte fait, la croissance annuelle moyenne espérée des produits d'exploitation du Groupe sur

la période 2022- 2025 serait, toute chose égale par ailleurs, aux environs de 6,4%.

- L'évolution de part et d'autre des charges d'exploitation par l'effet de la croissance des volumes produits et le contrôle des coûts opérationnels par le biais des plans d'optimisation et de productivité envisagés, serait de nature à améliorer le niveau général des indicateurs de performance du Groupe pour les années à venir. Au terme de l'année 2022, l'EBITDA du Groupe serait, toute chose égale par ailleurs, aux environs de 125,2MDt contre 102,4MDt à fin 2021, soit une croissance annuelle prévisionnelle de 22,2%. La consolidation du niveau d'activité et les économies de coûts planifiées devraient normalement permettre de réaliser l'équivalent de 207,2 millions de dinars d'EBITDA à fin 2025, soit une croissance annuelle moyenne prévisionnelle de 13,4%.

- Les améliorations opérationnelles prévisionnelles devraient par ailleurs couvrir les charges financières additionnelles générées par les opérations de financement des investissements prévisionnels ainsi que ceux déjà réalisés ce qui permettrait d'améliorer la capacité bénéficiaire globale du Groupe. A fin 2022, le résultat net part Groupe serait aux environs de 34,0 millions de dinars contre 16,2 millions de dinars en 2021. L'amélioration de la rentabilité des investissements déjà réalisés par l'effet de la réduction progressive de la partie fixe de leurs structures de coûts et le complément de rentabilité dégagé par les nouveaux investissements, en l'occurrence le business des détergents et cosmétique, feront que la capacité bénéficiaire globale ne cesserait de s'améliorer. Au terme de l'exercice 2025, le résultat net part Groupe devrait atterrir à 89,3 millions de dinars ce qui représenterait une croissance annuelle

moyenne prévisionnelle du résultat net de l'ordre de 27,3%.

IV- Parcours boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- Depuis 2018, le Groupe SAH Lilas a connu un parcours boursier difficile. Les retards récurrents dans les projets d'investissement et les décalages par rapport aux projections du management ont pesé sur le comportement du titre en bourse.

- Aujourd'hui, avec une capitalisation de 614MDt, SAH Lilas traite à 9,7x son EBITDA estimé pour 2022. Un niveau de valorisation attrayant comparativement à la moyenne internationale (voir tableau dans la page suivante).

- Dans une conjoncture malmenée par la crise de la 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 papier et des détergents, fortement intégré, le Groupe affiche des ambitions internationales.

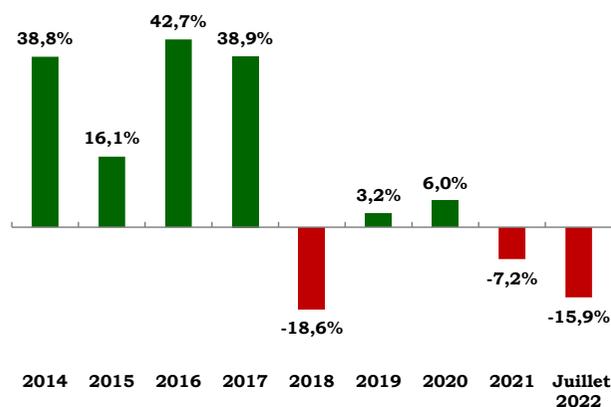
4) Il s'agit d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels: Grâce à la taille de sa capitalisation boursière et de son flottant, SAH Lilas figure parmi les titres les plus liquides de la place. Outre sa liquidité élevée, son actionnariat institutionnalisé fait du Groupe une cible de choix pour les investisseurs institutionnels notamment les investisseurs étrangers.

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

▪ L'Assemblée Générale Ordinaire du 20 Juillet 2022 a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,205Dt au titre de l'exercice 2021 (contre un dividende de 0,230Dt par action versé au titre de l'exercice 2020), et ce à partir du 26 Juillet 2022. Les dividendes seront distribués en franchise de retenue à la source.

▪ L'AGO a été suivie d'une AGE pour statuer sur une augmentation de capital par incorporation des réserves et des résultats reportés, portant sur 16,3MDt. L'opération sera réalisée moyennant l'attribution gratuite de 16 336 440 actions nouvelles, et ce à raison d'une action nouvelle pour quatre anciennes. Les actions nouvelles porteront jouissance en dividendes à partir du 1er Janvier 2022.

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 »

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E 2022e	VE/Chiffre d'affaires 2022e	VE/EBITDA 2022e
SAH Lilas	Tunisie	18,1	1,4	7,9
Emami Limited	Inde	25,2	5,54	19,1
Hypera S.A.	Brésil	14,4	4,0	11,2
Kimberly-Clark Corp.	Etats-Unis	23,1	2,7	15,0
Edgewell Personal Care Co.	Etats-Unis	14,2	1,2	8,1
Suominen Yhtymä Oyj	Finlande	15,5	0,5	6,4
Kao Corp.	Japon	23,1	1,6	10,9
Pigeon Corp.	Japon	24,9	2,1	11,8
Hengan International Group	Iles cayman	11,7	1,8	8,7
Vinda International Holdings Limited	Iles cayman	13,5	1,3	7,9
Unilever PLC	Royaume-Uni	17,6	2,4	12,4
The Procter and Gamble Company	Etats-Unis	24,1	4,6	17,3
Reckitt Benckiser Group plc	Royaume-Uni	19,5	3,8	14,6
Henkel AG & Co. KGaA	Allemagne	16,8	1,3	9,6
Mediane internationale		17,6	1,9	11,2

Sources: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.