



المؤسسة العامة للاستثمار
COMPAGNIE GENERALE D'INVESTISSEMENT

C.G.I. Note d'analyse

Groupe SAH

Reuters Ref :
NC
ISIN :
TN0006530018

Secteur	Prix 30/10/2024	Performance 2023	Performance 2024	PER (23)	PBR (23)	Dividend yield	Capitalisation boursière
Service	10,110	-5,7%	32,1 %	23,8	2,7	3,5%	849 401 548

Structure de capital 31/12/2023

JM HOLDING	64,67%
EQUITY CAPITAL	7,32%
ECP	5,53%
Public	22,48%

Ratios boursiers :		2021	2022	2023	06/2022	06/2023	06/2024
Cours de clôture	DT	11,180	9,100	8,000	8,850	9,900	8,830
Nominal	DT	1	1	1	1	1	1
PER		22,5	7,0	4,7	6,2	8,4	2,7
BPA	DT	0,496	1,297	1,697	1,427	1,182	3,248
Dividende		1,230	2,230	3,230	6,230	7,230	8,230
Dividende Yield		11,00%	24,51%	40,38%	70,40%	73,03%	93,20%
FCF yield	%	5,12	13,73	8,81	4,08	-1,10	0,87
PBR	x	1,23	0,79	0,53	0,27	0,35	0,25
VE/CA	x	1,08	0,74	0,73	1,10	1,40	1,21
VE/EBITDA	x	7,07	4,78	4,62	7,17	9,36	6,08
VE/EBIT	x	14,18	7,91	7,38	15,92	11,19	40,57

Informations boursières :		2021	2022	2023	06/2022	06/2023	06/2024
Capitalisation	MDT	365,3	247,8	168,0	82,6	104,0	82,4
VE	MDT	723,9	645,3	654,6	438,4	600,1	540,0
Nb de titres		32 673	27 227	21 004	9 335	10 502	9 335

Compte de résultat :		2021	2022	2023	06/2022	06/2023	06/2024
CA	MDT	670,5	868,8	895,3	397,4	428,9	444,7
Croissance %	%	6,7%	29,6%	3,0%	21,8%	7,9%	3,7%
Marge brute	%	27,7	33,8	34,9	15,3	16,8	19,7
Taux de marge brute	%	40,5%	37,7%	38,2%	39,3%	38,1%	44,1%
Produits opérationnels	MDT	673,9	880,6	902,0	398,1	432,5	448,5
Croissance %	%	6,7%	30,7%	2,4%	21,5%	8,7%	3,7%
EBITDA	MDT	102,4	134,9	141,6	61,1	64,1	88,9
Marge %	%	15,3%	15,5%	15,8%	15,4%	14,9%	20,0%
Résultat opérationnel - EBIT	MDT	51,0	81,6	88,7	27,5	53,6	13,3
Croissance %	%	-33,2%	59,9%	8,7%	65,2%	94,8%	-75,2%
Marge opérationnelle	%	7,6%	9,4%	9,9%	6,9%	12,5%	3,0%
Résultat financier	MDT	-37,6	-37,0	-47,8	-19,3	-20,5	-21,9
Résultat avant impôts	MDT	14,1	45,2	39,5	8,5	32,4	-8,7
Charges d'impôts	MDT	2,3	3,0	3,3	1,1	1,4	2,3
Résultat net	MDT	11,7	42,2	36,2	14,5	14,0	35,7
Marge %	%	1,75%	4,86%	4,04%	3,65%	3,27%	8,04%

Free Cash Flows :		2021	2022	2023	06/2022	06/2023	06/2024
EBITDA	MDT	102,416	134,947	141,624	61,127	64,083	88,877
Impôt normatif	MDT	2,331	3,014	3,268	1,139	1,365	2,343
Variation du BFR	MDT	-4,616	72,451	46,864	-1,704	124,378	-41,743
CAPEX	MDT	33,332	41,439	72,430	41,439	32,981	33,452
FCF	MDT	71,370	18,042	19,063	20,253	-94,642	94,825

Données financières :		2021	2022	2023	06/2022	06/2023	06/2024
ROCE avant IS	%	7,2%	10,3%	10,1%	4,7%	4,2%	6,9%
ROCE apres IS	%	10,81%	12,83%	12,08%	6,27%	5,51%	7,60%
ROE	%	6,1%	12,8%	12,6%	4,7%	4,4%	10,3%
FCF	DT	71,4	18,0	19,1	20,3	-94,6	94,8
Dette nette	DT	358,6	397,5	486,6	355,8	496,1	457,6
Gearing	%	121%	127%	152%	115%	167%	140%
Dette nette / EBITDA	x	3,50	2,95	3,44	6,59	6,12	10,87
EBITDA / Frais financiers	x	2,6	3,6	2,9	2,8	3,9	1,9

Après un bond de 21,8% au terme de 2022, le groupe SAH a enregistré à fin 2023 une légère hausse de son CA de **+3%** (à **895,3 MDt**), ce qui correspond à un taux de croissance annuel moyen de 12,8% sur la période 2020-2023.

La société mère continue à jouer un rôle prépondérant dans la génération du CA du groupe, contribuant à hauteur de **56,8%** à la formation du CA, soit une hausse de 8,1% (à 508,7 MDt) par rapport à l'exercice 2022.

Sur le marché local, le CA a atteint 403,8 MDt, représentant une croissance de 5,3% par rapport à 2022. Cette progression des ventes locales a été principalement soutenue par les gammes d'hygiène féminine et papier, avec des augmentations respectives de 19% et 6%.

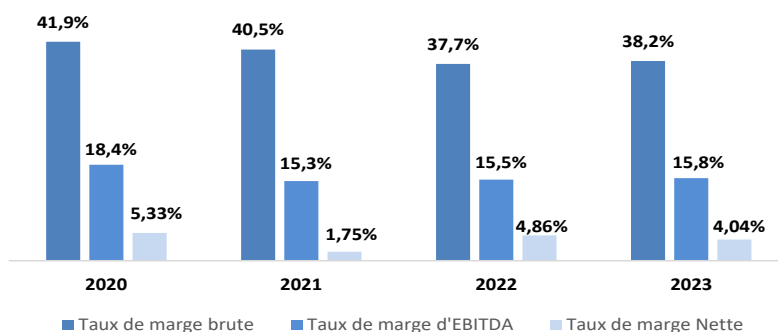
Les ventes à l'export, sont en progression de 13% (à 113,3 MDt) grâce à des performances commerciales déployées par les filiales du groupe à l'étranger. Le CA a progressé de +36,3% (à 21,1 MDt) pour SAH Lybie, +26,2% (à 67,3 MDt) pour SAH Algérie et +45,6% (à 24,6 MDt) pour SAH Sénégal. Cette hausse a été principalement tirée par la croissance des ventes sur les gammes hygiène féminine et papier avec des évolutions respectives de 28% et 6%.

Par ailleurs, l'analyse du chiffre d'affaires par produit révèle que les ventes d'hygiène pour bébé constituent **42%** des ventes totales de SAH, suivies par les articles d'hygiène en papier à **28%**. Les gammes féminine et adulte représentent respectivement **18%** et **9%** des ventes.

Avec une légère hausse des prix des achats consommés de +5,6%, le groupe a réussi à maintenir son taux de marge brute à **38,2%** (vs un plus haut niveau de 42,2% en 2020).

Par ailleurs, le groupe a réussi à maîtriser ses charges d'exploitation dans un environnement inflationniste, la charge de personnel a progressé de 6% à fin 2023 (à 81,2 MDt) contre un taux de croissance moyen de +18% sur les cinq dernières années. L'EBITDA consolidé s'est alors établi à **141,6 MDt** (vs 134,9 MDt à fin 2022), et est en hausse de près de 22,7% par rapport à 2020. Rapporté au chiffre d'affaires, le taux de marge d'EBITDA s'est amélioré de 30 points de base comparé à 2022, à **15,8%** à fin 2023.

Evolution des marges du groupe SAH sur les quatre dernières années



Par ailleurs, bouffé par des charges financières de 48,4MDt (en hausse de 29% comparé à 2022) et qui consomment 55% du résultat d'exploitation en raison d'une montée du gearing à 152% (son plus haut niveau), le Bottom line du groupe s'est soldé par des bénéfices part du groupe de **35,7MDt**, en quasi-stagnation par rapport à 2022.

Le taux de marge nette s'est alors maintenu à 4% et le taux de rentabilité financière à 13%.

	2020	2021	2022	2023
Cash Flow Opérationnel	115 456 448	102 416 471	134 946 851	141 624 347
CFO/CA (%)	18,3%	15,2%	15,3%	15,7%
CFO/VA (%)	63,5%	59,9%	63,8%	63,5%
variation totale du BFR	5 086 601	-4 615 650	72 451 355	46 864 138
Excédent de Trésorerie d'Exploitation	110 369 847	107 032 121	62 495 496	94 760 209
Investissement d'exploitation	72 297 581	33 331 625	41 438 938	72 429 708
Impôt sur les sociétés	2 443 398	2 330 848	3 014 122	3 267 706
= Free Cash Flows	35 628 868	71 369 648	18 042 436	19 062 795

En ce qui concerne sa situation financière, le free cash-flow opérationnel a augmenté de 4,9% (à 141,6 MDt) en 2023 ce qui a permis au groupe de financer ses investissements d'exploitation, qui sont en augmentation de 75% (à 72 MDt) par rapport à 2022, et de payer ses impôts pour dégager un free cash-flow positif de 19MDt (vs 18 MDt en 2022).

Perspectives d'avenir & prévisions

Selon le plan d'affaires pour les quatre prochaines années, l'exercice 2024 devrait maintenir une performance financière stable, toutes choses égales par ailleurs. À 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 d'une nouvelle ligne de 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. À la clôture de l'exercice 2024, le résultat brut consolidé devrait afficher une croissance estimée entre 11 % et 11,5% 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 Cosmétiques devrait porter la croissance moyenne du résultat net consolidé après impôts entre 13,5% et 14,5% sur la période 2024-2027.

Le premier semestre confirme la poursuite de la tendance haussière. En effet, selon les états financiers au 30 juin 2024, le groupe SAH continue d'afficher des résultats en nette croissance :

- De **+3,7%** pour le chiffre d'affaires à **444,6MDt**, avec une hausse du taux de la marge brute à 44,1% vs 38,1% à la même période en 2023 ;
- Un bond de l'EBITDA de la compagnie de **+38,7%** comparé au 1^{er} semestre 2023 à **88,9MDt**, soit un taux de marge d'EBITDA de **20%** vs 14,9% au 30 juin 2023.
- Le résultat net s'est alors établi à **30,3MDt**, soit plus que le double du bénéfice relatif au premier semestre 2023.

Comportement boursier :



Valorisé à **849,4 MDt**, soit un PER 2024e de **24,7x** des bénéfices attendus pour 2024, le titre SAH affiche des niveaux de valorisation très élevés comparé à l'ensemble du marché. En conséquence, et compte tenu de l'amélioration des perspectives de l'entreprise, nous conseillons d'**acheter** le titre.