



Département
Recherches & Analyses

Lilas[®]

Introduction en Bourse

Souscrire

Décembre
2013

MAXULA BOURSE

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez
Les Berges du Lac 1053

Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292

Fax: (+216) 71 960 565

maxulabourse@topnet.tn

www.maxulabourse.com.tn

Lilas

GROUPE SAH

Bourse

Tunis

Secteur

Industriel

Sous-Secteur

Industrie de produits hygiéniques

Souscrire

Prix de l'Introduction	9,350 DT
Période de Souscription	Du 20/12/2013 au 23/12/2013 iclus
Fonds levé	132 551 116,5
Titres à émettre	14 176 590
Valeur Nominal	1 DT
Jouissance des actions	1er Janvier 2013
Capitalisation Boursière *	284 911 694,65 DT

* Après OPF

Actionariat

Actionnaires	Avant l'Offre	Après l'Offre
ECP AFRICA NACG SAS	49,0%	0,0%
Mme. Jalila MEZNI	25,5%	29,3%
M. Mounir EL JAIEZ	25,5%	24,2%
M. Chokri MEZNI	0,0%	0,0%
M. Makram MEZNI	0,0%	0,0%
M. Achraf MEZNI	0,0%	0,0%
M. Habib MEZNI	0,0%	0,0%
Mme. Khira BOUSAIDI	0,0%	0,0%
Public	0,0%	46,5%
TOTAL	100,0%	100,0%

Investment Highlight

- La société SAH TUNISIE est leader sur le marché Tunisien des couches pour bébés.
- Elle se prévaut d'une gamme de produits riche couvrant toute sa branche d'activité, et d'une implantation à l'international.
- La société a adoptée une stratégie focalisée sur l'intégration en aval à travers le développement régional par la création de quatre filiales dans la zone du Maghreb et une stratégie en amont à travers la création d'une filiale industrielle Tunisienne AZUR SA (spécialisée dans la fabrication de la Ouate de cellulose, matière première de base pour les produits Lilas.
- Sur les trois derniers exercices, le volume d'activité a affiché une croissance moyenne de 16,8%.
- Nonobstant les éléments extraordinaires relatifs aux événements de 2011, la société a conservé et amélioré la rentabilité de son activité.
- La volatilité des prix des matières premières importées de la société représente un facteur de risque pour son activité. Ce risque est accentué par la pression subie par la monnaie nationale.
- Le plan d'affaires prévisionnel présente une croissance moyenne des revenus (2013-2017) de l'ordre de 8,64%, et une marge nette moyenne de 7,8%.
- Le plan d'affaires prévoit également un important programme d'investissement, dont 60% sera exécuté en 2013 pour les sites de Béja et Zriba. 33% des dépenses d'investissements seront dirigées vers les filiales maghrébines.

Recommandation

Le groupe opère sur un secteur porteur bénéficiant des avantages accordés pour soutenir son développement. Néanmoins, ce secteur est caractérisé par une rude concurrence de la part des produits locaux et étrangers.

LILA SAH offre une gamme large et complète de produits, toutefois, la nature de son activité lui laisse vulnérable face aux fluctuations des prix de matières premières importées et du taux de change. Ceci représente un risque non négligeable compte tenu du poids de la charge des achats sur les revenus du groupe ainsi que du contexte actuel du pays.

Sur la base d'un prix d'introduction de 9,350DT, le titre Lilas présente une valorisation assez élevée, en dépit d'un business plan raisonnable qui affiche un TCAM2013-2017 de 8,64% de ses revenus. Le titre se transige à 16,18x ses bénéfices estimés de 2013 et à 17,5x ceux de 2014.

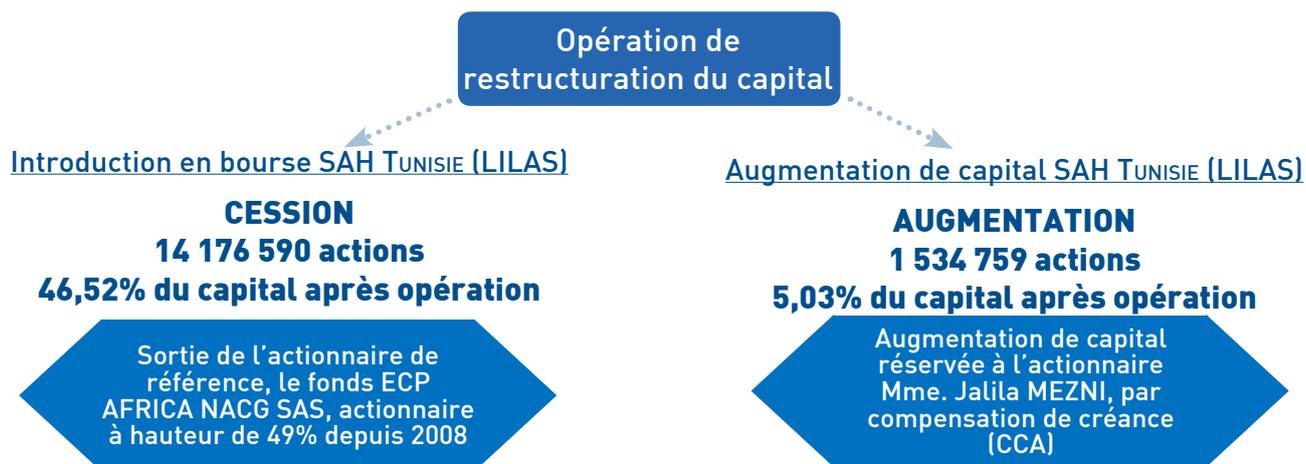
Au vu de la valorisation présentée, notre recommandation quant à la souscription à l'OPF de la société Lilas s'inscrit dans une optique de placement à moyen terme couplé à un suivi périodique du degré de réalisation des prévisions du groupe.

Tableau de bord Boursier

En mDT	Revenus	EBITDA	EBIT	RN	ROE	ROA	BPA	PER*	PBK*	YIELD*	VE/CA*	VE/EBITDA*
2017 p	358 346	56 167	39 937	33 394	25,1%	10,3%	0,81	11,52	1,65	65,2%	1,24	7,88
2016 p	338 662	52 917	37 175	30 133	24,7%	9,3%	0,73	12,77	1,73	28,6%	1,34	8,61
2015 p	318 058	50 232	33 469	26 160	23,7%	8,3%	0,64	14,71	1,95	28,3%	1,49	9,41
2014 p	288 022	45 330	29 316	21 986	23,2%	7,2%	0,53	17,50	2,20	48,7%	1,69	10,72
2013 e	257 212	36 798	24 176	17 609	23,0%	6,0%	0,58	16,18	2,42		1,55	10,84

* considèrent le Prix d'introduction de 9,350 DT

CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE



L'introduction du **GRUPE SAH LILAS** au marché principal de la cote de la Bourse se fera par la mise sur le marché dans le cadre d'une cession de la part de la Holding d'investissement «ECP NACG SAS» s'élevant à 14 176 590 actions (y compris les 7 486 631 actions du placement privé et les 320 856 actions du contrat de liquidité) d'une valeur nominale de 1 dinar chacune à un prix fixé à 9,350 DT l'action, représentant 46,52% du capital après opération.

L'introduction en Bourse du **GRUPE SAH** Tunisie sera effectuée au moyen de:

- D'une Offre à Prix Ferme (OPF) de 754 130 actions au public, représentant 11,84% de l'Offre au public et 2,61% du capital actuel de la société,
- D'un Placement Global de 5 614 973 actions, représentant 88,16% de l'offre au public et 19,40% du capital actuel de la société.

Les quantités offertes dans le cadre de l'offre à prix ferme seront réparties en deux catégories :

Catégories	Montant	Nombre d'actions	Répartition en % de l'OPF	Répartition en % du capital de la société
Catégorie A				
Personnes physiques et/ou morales, Tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels Tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 50 actions et au maximum 2 000 actions.	3 000 004	320 856	42,55%	1,11%
Catégorie B				
Personnes physiques et/ou morales, Tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels Tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 2 001 actions et au maximum 144 685 actions pour les non institutionnels et 433 274 actions pour les institutionnels.	4 051 112	433 274	57,45%	1,50%
Total	7 051 116	754 130	100%	2,61%

ÉVALUATION

L'évaluation du **GROUPE SAH** a été effectuée sur la base des états financiers consolidés du groupe et selon trois méthodes sur la base d'un prévisionnel de cinq ans soit:

- La méthode des Discounted Cash Flow (DCF),
- La Méthode de Bâtes,
- La Méthode des comparables.

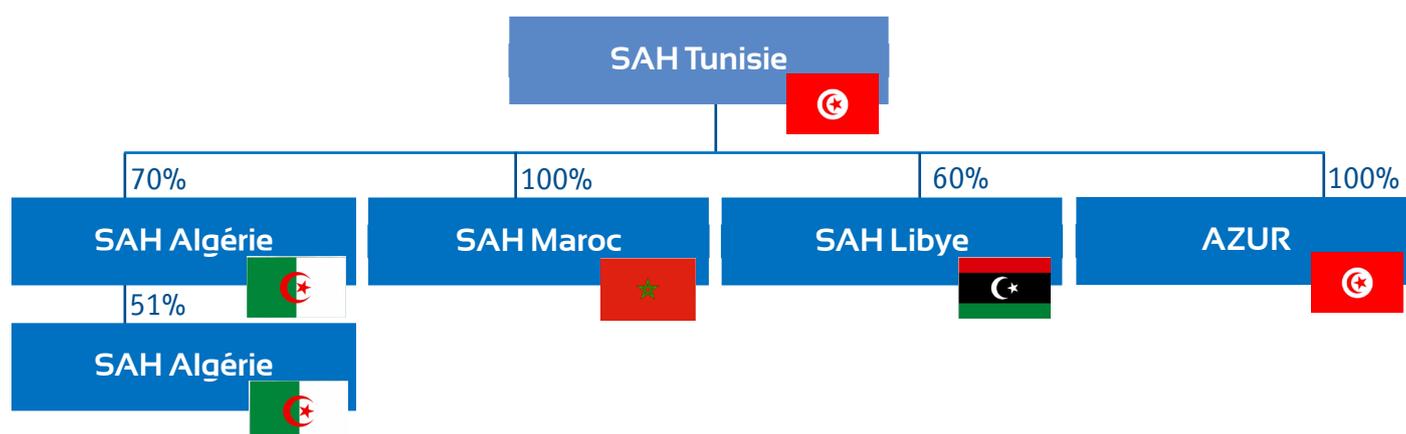
Les valeurs obtenues par les différentes méthodes d'évaluation retenues se résument dans le tableau ci-après :

Méthode	Valeur mDT	Prix en DT
Méthode de DCF	313 548	10,83
Méthode de Bâtes	326 588	11,28
Méthode des multiples	311 499	10,76
Nombre d'actions	28 937 080	
Moyenne	317 212	10,96
Décote	14,71 %	
Prix de l'action offerte en DT	270 562	9,350

La valeur des capitaux propres du **GROUPE SAH** ressort à 270,562 MDT ce qui correspond à 9,350 DT par action de valeur nominale 1 DT, soit une décote de 14,71% sur la base des résultats de l'étude d'évaluation, et ce afin de tenir compte de la dilution du capital à l'issue de cette opération.

Compte tenu d'un prix d'introduction de 9,350DT, le titre **SAH** se transige à 17,9x ses bénéfices de 2012 et à 16,56x ceux de 2013 estimé (pré-money).

PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

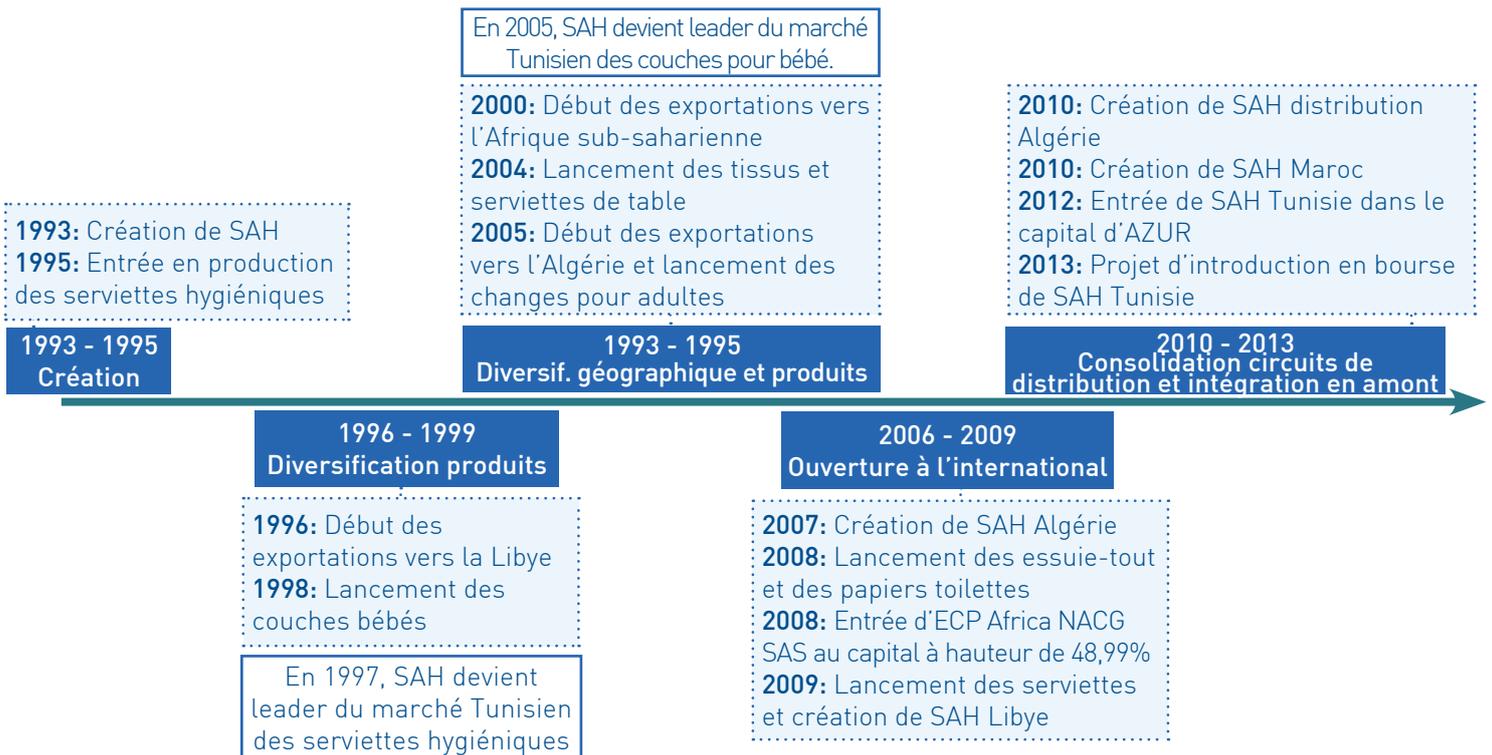


- Le **GROUPE SAH** est un groupe constitué de 6 sociétés dont 4 opèrent dans le secteur industriel, et 2 dans la distribution des articles hygiéniques (Hygiène bébé, Hygiène féminine, Hygiène papier et Hygiène adultes), sous la marque LILAS.

- Au fil de son développement, la société a mis en place une stratégie de développement. En guise d'intégration verticale en amont, la société **AZUR** a été créée. Son activité est la production de ouate de cellulose. La quasi-totalité de la production d'**AZUR** est vendue au **GROUPE SAH**.

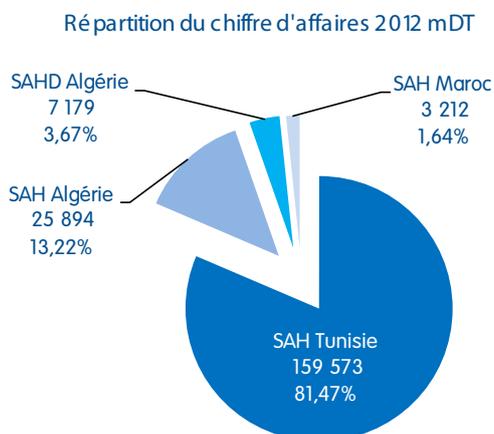
- A travers ses filiales, la Société mère SAH TUNISIE est implantée dans les pays du Maghreb arabe:

- En Algérie: **SAH ALGÉRIE**, dont l'activité est la production et la distribution d'articles de la gamme hygiène bébé, des serviettes de table et des papiers mouchoirs.
SAHD ALGÉRIE, dont l'activité est l'importation et distribution sur le marché Algérien du complément de la gamme de produits Lilas non fabriqués par la société **SAH ALGÉRIE**, principalement les articles du segment d'hygiène adulte.
- Au Maroc: **SAH MAROC**, dont l'activité est l'importation et la commercialisation de toute la gamme Lilas sur le territoire Marocain.
- En Libye: **SAH LIBYE**, dont l'activité est la production et la distribution des couches pour bébé, des lingettes pour femmes, des serviettes en papier et tout autre type de produits hygiéniques sous la marque Lilas. L'activité devrait démarrer en Décembre 2013.



ANALYSE FINANCIÈRE ET PERSPECTIVES D'AVENIR

Répartition du chiffre d'affaires du groupe par société



Les sociétés **SAH TUNISIE**, **SAH ALGÉRIE**, **SAHD ALGÉRIE** et **SAH MAROC** étaient les seules sociétés opérationnelles, du **GROUPE SAH**, courant l'exercice 2012.

Ces dernières ont dégagé des revenus respectifs de 159 573 mDT, 25 894 mDT, 7 179 mDT et 3 312 mDT. Avec une participation qui dépasse les 81,4% au chiffre d'affaires total, les réalisations de la société **SAH TUNISIE** domine celles du groupe.

En dépit de la croissance importante de son chiffre d'affaires entre 2011 et 2012, la participation de la société **SAH MAROC** demeure timide (1,64%).

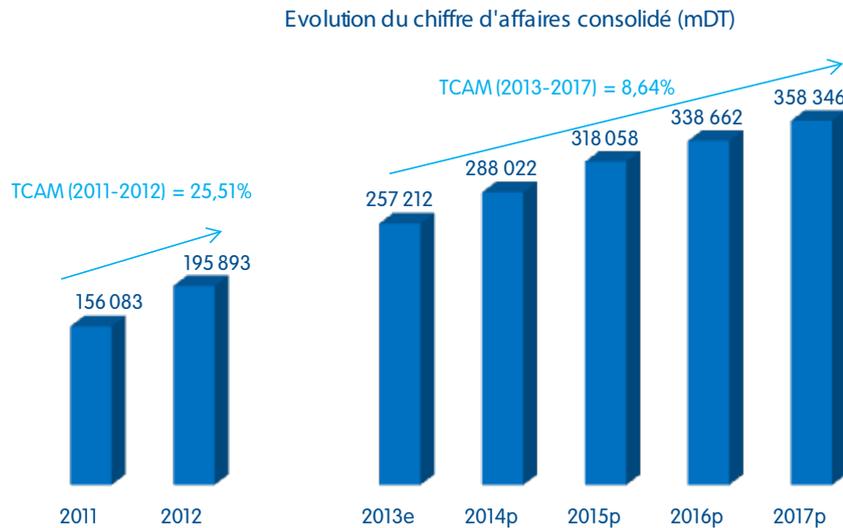
Évolution du chiffre d'affaires consolidé

Sur la période 2011-2012, les revenus du **GROUPE SAH** ont grimpé de 156 083 mDT à 195 893 mDT, affichant

ainsi une amélioration de l'ordre de 25,51%. Cette bonne performance est essentiellement tributaire des réalisations encourageantes de la société mère, qui réalise l'essentiel des ventes du groupe, en passant de 126 444 mDT à 159 573 mDT entre 2011 et 2012, une croissance de 26,2%.

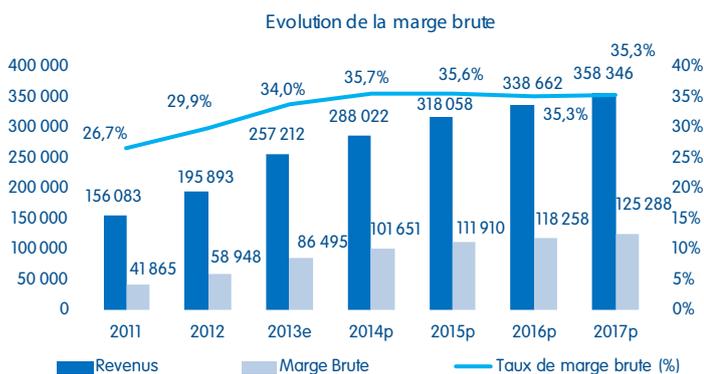
Pareillement pour les autres sociétés du groupe qui ont marqué des améliorations au niveau de leur chiffre d'affaires entre 2011 et 2012.

Il est à noter que la gamme «hygiène bébé» accapare plus que la moitié (55%) du chiffre d'affaires consolidé du groupe, tandis que les 45% sont répartis entre la gamme «hygiène féminine», «hygiène adulte» et «gamme papier».



La hausse du chiffre d'affaires des sociétés opérationnelles du groupe couplée par l'entrée en production des sociétés **SAH LIBYE** et **AZUR SA** va induire une accélération au niveau du chiffre d'affaires du groupe, entre 2013 et 2012, de 31,3%.

Le **GRUPE SAH** table sur une croissance annuelle moyenne de son chiffre d'affaires de 8,64% pour la période 2013-2017. Ce dernier va atteindre, selon les prévisions du groupe, les 358 346 mDT à l'horizon de 2017 contre 257 212 mDT pour 2013.



La hausse plus prononcée de la production que celle des achats consommés a tiré vers le haut la marge brute du groupe de 1 865 mDT à 58 948 mDT, entre 2011 et 2012.

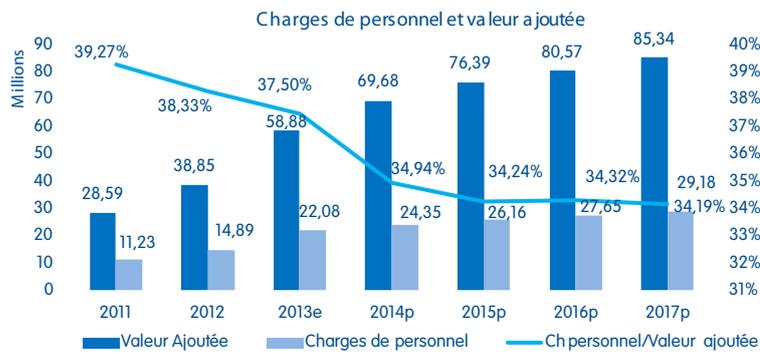
En effet, les revenus du groupe ont attesté d'une amélioration de l'ordre de 27% contre une accélération qui s'est limitée à 22% pour les achats consommés, chose qui a entraîné le passage du taux de marge brute de 26,7% à 29,9%.

Les achats consomment plus que 70% du chiffre d'affaires global, pour l'année 2012 à titre d'exemple, constituant ainsi les charges les plus importantes du groupe.

Sur la période 2013-2017, le groupe prévoit une évolution sur une courbe haussière de la marge brute pour atteindre les 125 258 mDT à l'horizon 2017, une hausse annuelle moyenne de 9,71%.

Valeur ajoutée

Du côté des charges de personnel, une progression notable de 32,6% est enregistrée entre 2011 et 2012.



Cette hausse découle du renforcement de l'effectif ainsi que de l'augmentation salariale.

La croissance moins que proportionnelle de cette charge par rapport à la valeur ajoutée (35,85%) induit une amélioration au niveau du ratio Charges personnel / Valeur ajoutée qui a baissé de 39,27% à 38,33% entre 2011 et 2012.

A ce niveau, ce ratio demeure confortable, et converge vers les 34,19% pour l'année 2017, et ce, en dépit de la croissance annuelle moyenne des

charges de personnel de 7,22% sur la période 2013-2017.

Excédent brut d'exploitation et résultat d'exploitation

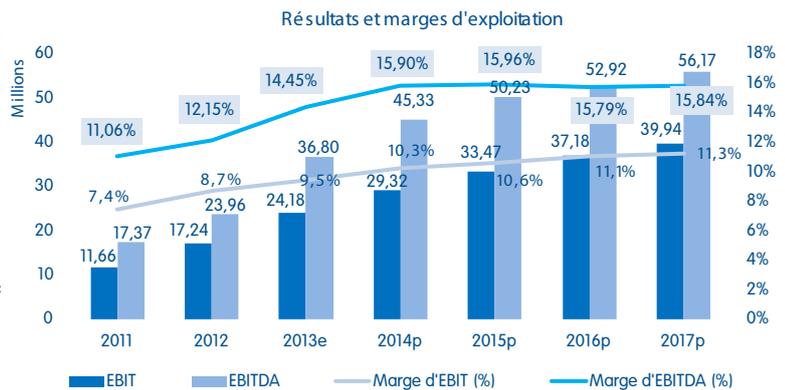
Suivant la même tendance, l'EBITDA du groupe a connu une hausse de 35,85% à 23 955 mDT en 2012, portant ainsi la marge d'EBITDA de 11,06% en 2011 à 12,15% en 2012.

Malgré l'importance du poids des charges du personnel et des autres charges d'exploitation, l'EBITDA va poursuivre sa hausse (TCAM₍₂₀₁₃₋₂₀₁₇₎ = 11,15%) pour s'établir, fin 2017, à 56 167 mDT.

Le groupe compte gagner des points au niveau des marges d'exploitation suite à l'augmentation du niveau d'activité.

Les taux de marges d'EBITDA et d'EBIT vont évoluer respectivement de 14,45% à 15,84% et de 9,5% à 11,3% entre 2013 et 2017.

Il est à noter que la progression du niveau des dotations aux amortissements de 87,84%, en 2013, découle de la hausse des investissements.



Résultat Net

DT	2011	2012	TCAM	2013e	2014p	2015p	2016p	2017p	TCAM
Résultat Net	7 837 161	14 990 681	91,28%	17 609 000	21 986 000	26 160 000	30 133 000	33 394 000	17,35%
Taux de Marge Nette	5,0%	7,6%		6,9%	7,7%	8,3%	9,0%	9,4%	

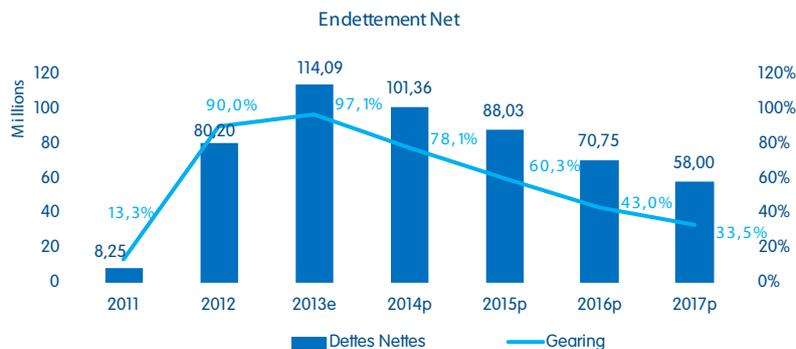
Dans ce sillage, le groupe **SAH** dégage un résultat net de 14,990 MDT, en 2012. Ce bénéfice, qui a presque doublé par rapport à l'année 2011 (7,837 MDT) lui permet d'atteindre un taux de marge net de 7,6%.

Le groupe table sur un résultat net 2013 de 17,609 MDT, et compte clôturer l'exercice 2017 avec un résultat net qui avoisine les 33,394 MDT sur la base d'une croissance annuelle moyenne de 17,35% sur cette période. Suivant la même tendance, la marge nette de la société va accusé une hausse de 6,9% à 9,4% sur la période prévisionnelle.

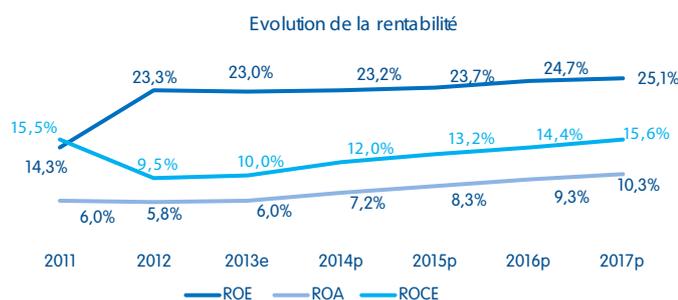
Endettement et rentabilité

À fin 2012, les dettes nettes du groupe **SAH** ont affiché une hausse probante dépassant les 871% par rapport à 2011. Cette accélération émane de l'octroi de nouveaux emprunts à long et moyen terme totalisant, en 2012, les 53 942 mDT contre 9 088 mDT seulement en 2011. Ces emprunts vont servir à financer, d'une part, le programme d'investissement touchant les différentes sociétés du groupe, et d'autre part, l'expansion de l'activité du groupe.

Par conséquent, le ratio rapportant les dettes nettes aux fonds propres de la société, témoigne d'une flambée de 13,3% à 90% durant cette période.



Les dettes nettes vont poursuivre leur hausse en 2013, pour atteindre les 114 088 mDT, avant de commencer à se redresser à partir de l'exercice 2014. Pareillement pour le ratio Gearing qui va s'établir, fin 2017, à un niveau assez correct de 33,5%.



En termes de rentabilité, deux axes sont à explorer. Sur le plan économique, compte tenu de l'amélioration de la rentabilité dégagée par rapport à l'actif mobilisé et suite à la baisse enregistrée en 2012, le groupe reprendra progressivement le même niveau de rentabilité économique qu'en 2011 et va s'établir, au titre de l'année 2017, à 15,6%.

Cette rentabilité est confirmée par une rentabilité financière qui lui est supérieure, traduisant un effet

de levier positif de l'endettement sur la rentabilité du groupe.

Durant la période 2012-2017, la rentabilité des fonds propres du groupe **SAH** va connaître une stagnation passant de 23,3% à 25,1%

Par ailleurs, le ratio de rotation de l'actif du groupe **SAH** s'est établi en moyenne à 7,5%, sur la période allant de 2011 à 2017, un niveau jugé acceptable comparativement à la moyenne sectorielle.

Équilibre financier

Du côté de l'équilibre financier, le besoin en fonds de roulement s'est élargi sur la période 2011-2012 de 115,64% pour s'établir à 63 880 mDT suite à la hausse des stocks et autres actifs courants.

Ce dernier va atteindre les 106 289 mDT, fin 2017, affichant ainsi un taux de croissance annuel moyen de 9,05% sur 2013-2017.

Par ailleurs, le fonds de roulement du groupe **SAH** va s'inscrire dans un trend haussier sur la période prévisionnelle, suivant une croissance annuelle moyenne de 14,23%. En dépit de cette hausse, le fond de roulement demeure insuffisant pour couvrir la totalité du BFR, ce qui traduit une insuffisance au niveau des ressources permanentes.

Par conséquent, le groupe a dégagé une trésorerie qui a viré au rouge, à partir de l'année 2012, à -21 155 mDT contre 1 453 mDT une année auparavant.

En DT	2011	2012	2013e	2014p	2015p	2016p	2017p	TCAM 2013-2017
FR	31 076 295	42 724 931	46 868 970	51 975 970	61 742 970	69 893 970	79 808 970	14,23%
BFR	29 622 811	63 880 148	75 167 000	84 910 000	94 832 000	100 037 000	106 289 000	9,05%
Trésorerie Nette	1 453 484	-21 155 217	-28 298 030	-32 934 030	-33 089 030	-30 143 030	-26 480 030	

Stratégie de développement

Le groupe SAH prévoit une série d'investissements lui permettant de rester fidèle à sa stratégie de développement, axée sur la différenciation sur le marché.

Le groupe se distingue par une multitude de qualités lui permettant d'attirer différents clients, notamment :

- Un respect des normes et une qualité supérieure avec des retours quasiment nuls,
- Délai de livraison relativement court,
- Une maîtrise des charges permettant des prix concurrentiels.

La démarche d'investissement adoptée par le groupe se détaille comme suit :

La stratégie de développement du GROUPE SAH LILAS tourne autour de trois axes principaux :

- Attirer de nouveaux clients et renforcer le positionnement sur le marché Tunisien à travers l'élargissement de la gamme de production, l'extension du site de production de Béja et l'acquisition du site de Zriba,
- Offrir des produits finis plus compétitifs,
- Devenir un des leaders du secteur régionaux et assurer la pérennité de l'entreprise,
- Poursuivre sa politique d'investissement.

mDT	2012	2013e	2014p	2015p	2016p	2017p
SAH Tunisie	18 875	44 969	3 450	3 550	11 000	5 050
SAH Algérie	11 346	1 748	1 708	4 819	244	244
SAH Lybie	456	2 527	154	154	154	154
SAHD Algérie	83					
SAH Maroc	4					
Azur SA	46 374	5 258	1 004	1 005	1 005	1 006
Groupe SAH	77 138	54 502	6 316	9 528	12 403	6 454

RECOMMANDATION

Le groupe opère sur un secteur porteur bénéficiant des avantages accordés pour soutenir son développement. Néanmoins, ce secteur est caractérisé par une rude concurrence de la part des produits locaux et étrangers.

LILA SAH offre une gamme large et complète de produits, toutefois, la nature de son activité lui laisse vulnérable face aux prix des matières premières importées ainsi qu'au taux de change. Ceci représente un risque non négligeable compte tenu du poids de la charge des achats sur les revenus du groupe et du contexte actuel du pays.

Sur la base d'un prix d'introduction de 9,350DT, le titre Lilas présente une valorisation assez élevée, en dépit d'un business plan raisonnable qui affiche un TCAM2013-2017 de 8,64% de ses revenus. Le titre se transige à 16,18x ses bénéfices estimés de 2013 et à 17,5x ceux de 2014.

Au vu de la valorisation présentée, notre recommandation quant à la souscription à l'OPF de la société Lilas s'inscrit dans une optique de placement à moyen terme couplé à un suivi périodique du degré de réalisation des prévisions du groupe.

MAXULA BOURSE

Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292

Fax: (+216) 71 960 565,

maxulabourse@topnet.tn

www.maxulabourse.com.tn

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez
Les Berges du Lac 1053
Tunisie.