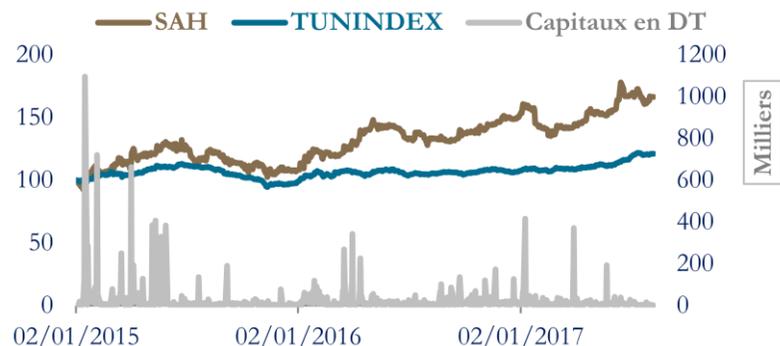


**SECTEUR INDUSTRIES DIVERSES**

Recommandation : Conserver

Nombre d'actions	43 879 431
Cours au 12/10/2017 (DT)	15,18
Capitalisation Boursière (DT)	666 089 762,6
Performance Boursière (YTD)	8,01%
Plus haut/Plus bas sur l'année	15,99/12,15
Div.Uni / Div. Yield	-
Flottant	21.24%
Nominal (DT)	1



**Actionnariat**

Société JM HOLDING	67,02%
ARISAIG AFRICA CONSUMER FUND LTD	5.72%
SQM FRONTIER AFRICA MASTER FUND LTD	6.02%
Public	21.24%

**INDICATEURS TRIMESTRIELS DE LA SAH AU 30/09/2017**

	BPA	PER <sub>x</sub>	EBITDA (MDT)	EBIT (MDT)	MARGE NETTE	PBK <sub>x</sub>	ROE	DFN (MDT)	Gearing
2017Trailing	0.65	23,49	45,86	36,51	10,86%	3,68	15,65%	91,63	50,57%
2016	0,65	20,83 <sub>x</sub>	44,93	36,22	11,02%	3,89 <sub>x</sub>	18,66%	74,81	48,88%
2015	0,61	16,01 <sub>x</sub>	38,04	27,50	10,78%	3,10 <sub>x</sub>	19,34%	56,44	41,06%
2014	0,37	28,27 <sub>x</sub>	23,81	17,12	6,41%	3,23 <sub>x</sub>	11,44%	47,88	40,42%

\*Le calcul a été effectué en se basant sur des Etats Financiers Individuels

*Au terme du troisième trimestre de l'année 2017, la société SAH affiche des performances stables comparativement à la même période de l'année 2016.*

Au 30/09/2017, la société SAH affiche des revenus trimestriels de l'ordre de 64 676 mDT, en hausse de 10% comparativement au même trimestre de l'année 2016. Cette amélioration est la résultante de deux composantes :

- ✓ Une augmentation du chiffre d'affaires local à hauteur de 12% ; Ce dernier s'est établi à 47 874 mDT au titre du troisième trimestre 2017.
- ✓ Une progression moins importante des revenus à l'export qui ont totalisé 16 801 mDT contre 15 734 une année auparavant, soit une hausse de 7%.

Toutefois, le producteur hygiénique a gardé presque stables ses revenus cumulés au terme du troisième trimestre 2017. Ces derniers se sont établis à 194 635 mDT, soit une évolution qui n'a pas pu franchir les 4%. En effet, cette quasi-stagnation des revenus est expliquée essentiellement par l'effet opposé de deux facteurs :

- Une amélioration du chiffre d'affaires local de l'ordre de 11%, passant de 131 485 mDT au 30 Septembre 2016 à 145 802 mDT une année plus tard. Cette évolution est tributaire principalement au lancement de plusieurs nouveaux produits dans les gammes « hygiène féminine », « hygiène bébé », « hygiène papier » et « lingettes » ainsi qu'au renforcement du réseau commercial au centre et à l'ouest du pays.

en mDT	3T 2017	3T2016	Var (%)	30/09/2017	30/09/2016	Var %	31/12/2016
<b>Chiffres en KDT</b>	64 676	58 532	10%	194 635	186 967	4%	260 025
<i>Revenus<sub>HT</sub> / Local</i>	47 874	42 798	12%	145 802	131 485	11%	185 402
<i>Revenus<sub>HT</sub> / Export</i>	16 801	15 734	7%	48 833	55 482	-12%	74 624
<b>Production valorisée*</b>	65 475	62 893	4,1%	197 040	189 277	4%	250 248
<b>Investissement</b>	2 812	2 056	37%	14 096	7 237	95%	22 262
<b>Structure d'endettement</b>				<b>106 987</b>	<b>77 870</b>	<b>37%</b>	<b>88 735</b>
<b>Crédits à long terme</b>				70 705	33 264	113%	35 839
<b>Crédits à court terme</b>				36 282	44 606	-19%	52 896

\* = Revenus hors taxes + Variation des stocks de produits finis et encours

- Une régression de 12% du chiffre d'affaires à l'export qui s'est soldé à 48 833 mDT au terme de Septembre 2017, expliquée essentiellement par la baisse de l'activité au Maroc et en Lybie, là où la situation critique est allée à l'encontre d'une meilleure performance commerciale en dépit d'une grande demande inhérente.

Notons que ce chiffre d'affaires représente 73% de l'objectif annuel tracé au business plan 2013-2017 (265 085 mDT). La société avait pourtant revu à la hausse cet objectif et s'attendait à ce qu'il frôle les 286 194 mDT, mais vue les réalisations à ce jour, le management écarte l'hypothèse de dépassement des projections du Business plan.

Sur le plan opérationnel, le volume de la production trimestrielle valorisée a connu une légère hausse de 4,1% pour s'établir à 65 475 mDT. Suivant la même cadence, le volume cumulé s'est légèrement accru de 4% en glissement annuel pour effleurer les 198 000 mDT à fin septembre 2017.

Sur le plan stratégique, les investissements du producteur hygiénique ont totalisé 14 096 mDT au terme de Juin 2017 contre 7 237 mDT une année auparavant, soit un accroissement de 95%. Notons que dans le cadre de son programme de croissance prévu au Business plan, la SAH a commencé depuis 2016 à réaliser de très importants investissements, visant essentiellement à augmenter sa capacité de production et de stockage. Ainsi, pour 2017 la partie majeure de ces investissements a été allouée à l'achèvement de l'usine de Zriba (mise en exploitation en Juillet 2017), l'acquisition d'un nouveau local de

dépôt sur le site de Béja, une nouvelle machine de production (Essuie Tout et Papier Toilette) et l'achat de nouveaux matériels de transport pour renforcer son réseau de distribution, en particulier, dans les régions internes du pays.

Sur le volet financier, les dettes de long terme se sont accrues de 113% pour s'établir à 70 705 mDT au terme des trois premiers trimestres de 2017, elles correspondent aux crédits destinés à financer les nouveaux investissements de la société. A contrario, les emprunts de court terme se sont allégés de 19% sur une année glissante pour s'établir désormais à 36 282 mDT et ce, du fait de la baisse des crédits de gestion destinés à financer le cycle d'exploitation.

A cet effet, le niveau total d'endettement de SAH s'est soldé à 106 987 mDT au terme des neuf premiers mois de 2017, s'inscrivant en hausse de 37% comparativement à la même période de 2016. La société a mobilisé de grandes ressources au service du développement de son activité dans l'attente de récolter les fruits de ses investissements sur les prochaines années.

## Recommandation

Jouissant d'une position de leader tant sur le marché national que sur certains marchés africains, la société SAH a pu confirmer la continuité de sa croissance en misant sur des investissements conséquents lui permettant la diversification des produits ainsi que de leurs débouchés. En 2016, la société a réussi à dépasser les anticipations de son Business plan. Pour l'année 2017 les premiers résultats sont déjà assez confortables. En termes de valorisation, le titre se transige à 20,83<sub>x</sub> son bénéfice net 2016 et à 3,89<sub>x</sub> ses fonds propres 2016. En vue des réalisations appréciables d'une part et des perspectives ambitieuses d'autre part, nous recommandons de « CONSERVER » le titre SAH.

Les commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent l'opinion des analystes de Maxula Bourse à un instant donné et sont susceptibles de changer à tout moment. Ils ne sauraient cependant constituer un engagement ou une garantie de leur part. Les usagers reconnaissent et acceptent que par leur nature même, tout investissement dans des valeurs mobilières revêt un caractère aléatoire et qu'en conséquence, tout investissement de cette nature constitue un investissement à risque dont la responsabilité revient exclusivement à l'usager. Il est à préciser que les performances passées d'un produit financier ne préjugent en aucun cas de ses performances futures.

**Analystes :** Myriam MATHLOUTHI      Nawrez JAZIRI