



GROUPE POULINA
Introduction en Bourse par augmentation de capital



Avis et recommandation de AMEN INVEST
concernant l'opération

Fiche signalétique

- Date de constitution : Juin 2008
- Forme juridique : Société anonyme
- Nationalité : tunisienne
- Siège social : G.P. 1 Km 12 2034 Ez-Zahra Tunisie ...
- Effectif : 300
- Email : trading@poulina.com.tn

Les chiffres clés

Capital avant OPF	150 000 000
Nombre d'actions (DT)	150 000 000
Cours d'introduction (DT)	5.950
Nombre de titres OPS	16 670 000
Montant à lever (DT)	99 187 000
Période de souscription	Du 24/07 au 06/08
Div/action 2009	0.250 DT

Présentation générale

Présentation du groupe Poulina

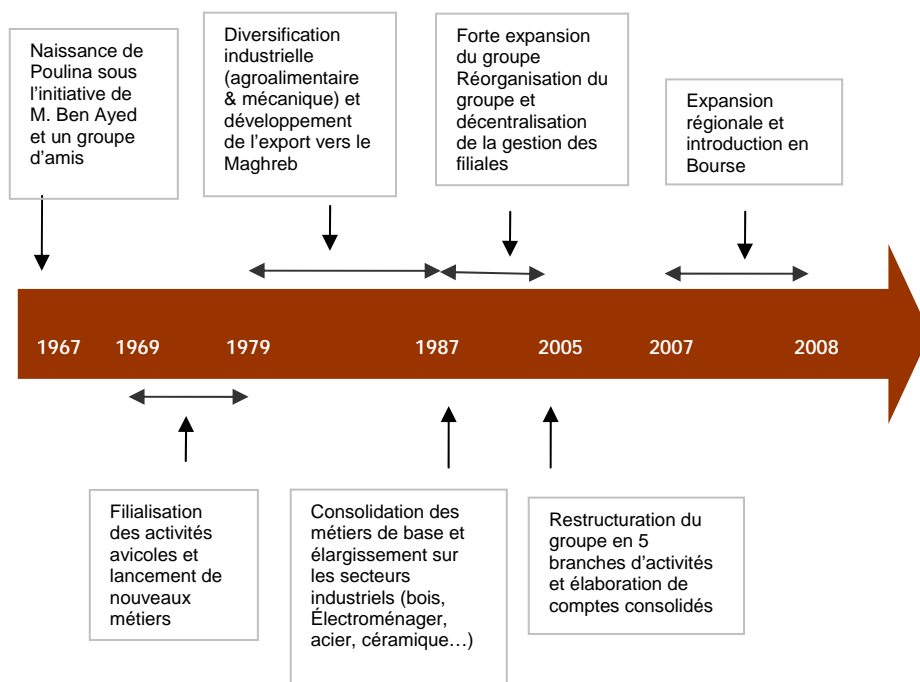
Le groupe Poulina a été constitué en 1967 à l'initiative de promoteurs tunisiens privés dans le secteur avicole. Le dynamisme de l'entreprise articulé autour d'une intégration stratégique verticale et horizontale a permis de développer un groupe multisectoriel oeuvrant dans des activités diverses (l'agriculture, l'industrie, l'agroalimentaire et le service).

En 41 ans, le groupe Poulina est devenu le premier groupe à capitaux privés du pays, il compte actuellement plus de 70 sociétés dont une quinzaine établies à l'étranger. Le groupe possède des implantations en Algérie, Maroc, la Lybie et récemment en Arabie Saoudite et en Chine.

Dans le cadre de la restructuration menée en prélude à son introduction en bourse, Poulina vient de créer en juin 2008, une holding baptisée Poulina Group Holding (PGH) composée de six mini-holdings:

- Poulina : opérant principalement dans les secteurs d'alimentation, d'élevage et d'abattage
- Agro-services (Poulina Holding SICAF – PHS): opérant principalement dans le secteur agroalimentaire et de service
- Industrie et Technique : opérant dans le secteur Industriel
- Carthago : opérant dans le secteur de fabrication et commercialisation de céramique
- Unipack : opérant dans le secteur de l'emballage
- Ettaamir : opérant dans le secteur de la promotion immobilière

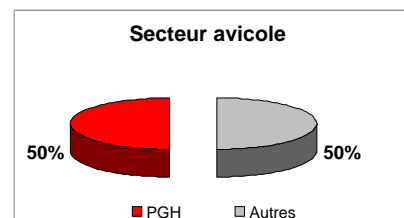
Historique du groupe Poulina



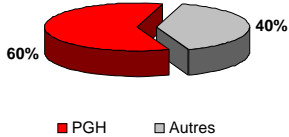
Actionnaires % du capital

Actionnaires	% du capital
Famille Abdelwaheb Ben Ayed	40.00%
Famille Mohamed Bouzguenda	22.30%
Famille Abdelhamid Bouricha	20.60%
Famille Taoufik Ben Ayed	5.70%
Héritiers Kallel	5.00%
Famille Hédi Brini	1.90%
Autres actionnaires	4.40%
Total	100.00%

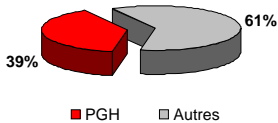
Implantation sectoriel de PGH



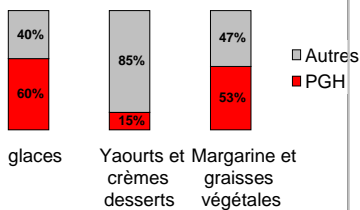
Secteur de la métallurgie



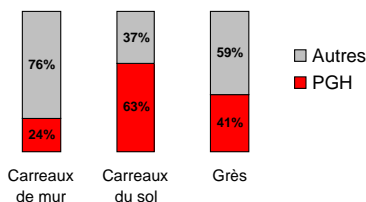
Secteur électroménager



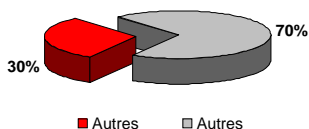
Secteur agro-alimentaire



Secteur céramique



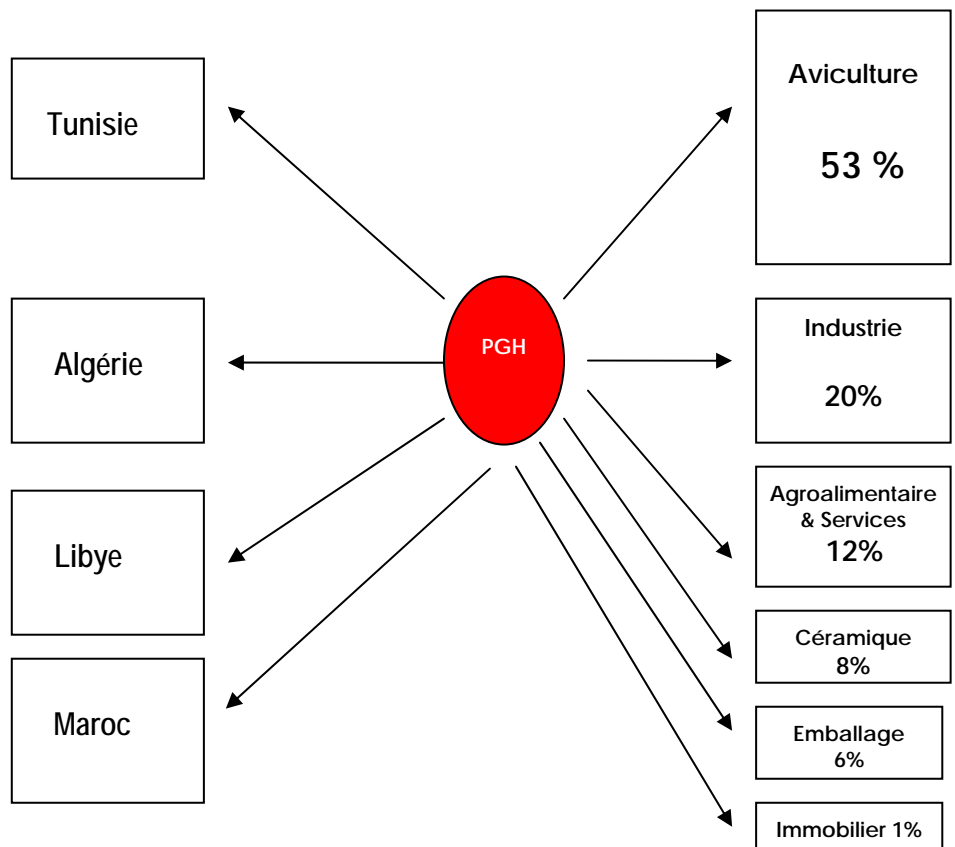
Secteur de l'emballage



Présentation de Poulina Group Holding

- PGH a été créée en Juin 2008 suite aux apports des fondateurs du groupe en actions qu'ils détiennent dans les sociétés mères des six mini-holdings présentées ci-dessus, à l'exception des actions et parts sociales qu'ils détiennent dans les sociétés appartenant au sous-groupe la paix opérant dans le secteur touristique. Celui-ci est resté en dehors du périmètre de Poulina Group Holding.
- PGH est une SA au capital social de 150 MDT réparti en 150 000 000 actions.
- PGH a pour objectif la gestion et la prise de participation dans des sociétés industrielles ou de services.
- PGH contrôle 71 filiales dont 15 à l'étranger.

Secteurs d'activité et présence régionale de PGH



- **Aviculture** : Commerce et stockage de la nutrition animale, production et distribution des œufs et de la viande de volaille.
- **Agroalimentaire & Services** : Fabrication et commercialisation de crèmes glacées, margarine, yaourts, desserts, produits laitiers, chips, jus et pâtisseries industrielles. Services informatiques, négoce (import/export), distribution...
- **Industrie** : Production et commercialisation de produits métalliques (PAF), du bois, de réfrigérateurs (marque Mont Blanc).
- **Céramique** : Fabrication et commercialisation de carreaux en céramique.
- **Emballage** : Transformation de carton, de papier, de l'alvéole, du film étiré et impression sur film plastique (emballages alimentaires et boîtes en cartons).
- **Immobilier** : Promotion immobilière et achat, importation et commercialisation des composants et produits de construction

Analyse financière

Analyse financière de PGH

Éléments du bilan (pro format)

	En MD	2006	2007	06/07
Actifs immobilisés		319,4	362	13,3%
BFR exploitation		106,9	174,3	63,1%
Capitaux propres		186,3	227,2	22,0%
Dette nette		142,7	208,7	46,3%
<i>Dont découvert</i>		-72,9	-107,8	47,9%

Les fonds propres ont augmenté de plus de 22%, en 2007, à 227 MDT suite à la réalisation d'un bénéfice de 50 MDT, ce qui a permis au groupe d'atteindre un taux d'endettement de 48% parfaitement dans les normes.

Au niveau de la trésorerie nette, la situation s'est particulièrement tendue en 2007. Les concours bancaires ont atteint 125 MDT suite à une croissance remarquable du BFR.

Éléments du compte de résultat (pro format)

	En MD	2006	2007	06/07
CA		658,4	823	25,0%
Marge/coût		215,3	248,7	15,5%
EBITDA		92,3	114,6	24,2%
Résultat financier		-15,1	-17,7	17,2%
Résultat net		49,3	53,5	8,5%

Le CA a augmenté de 25% suite à l'accroissement de l'activité et à la politique commerciale agressive adoptée par le groupe. La maîtrise des charges d'exploitation, qui n'ont évolué que de 9%, a permis de compenser la hausse des coûts de matières premières et de conserver, par conséquent, un résultat d'exploitation aux alentours de 9% du CA.

Le résultat net n'a augmenté que de 8,5%. Cette hausse a été atténuée par l'amplification des charges financières liée à la hausse de l'endettement (dette nette +46,3%).

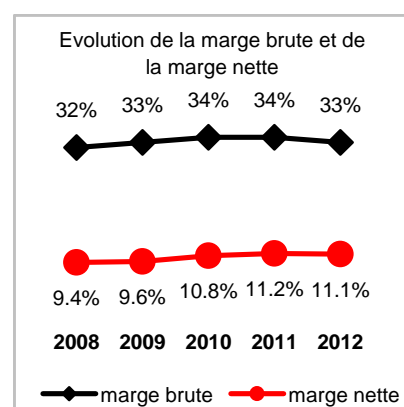
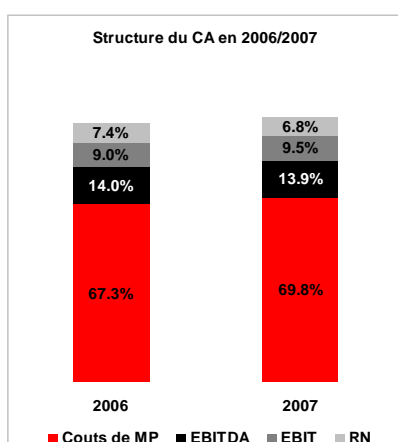
Business plan de PGH*

Éléments du bilan

	En MD	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR
Actifs immobilisés		470,3	606,4	609,0	587,4	521,8	2,1%
BFR exploitation		201,5	273,9	311,4	350,3	378,6	13,4%
Capitaux propres		422,0	494,2	599,8	725,6	857,5	15,2%
Dette nette		273,8	415,1	352,6	244,8	85,1	-20,8%
<i>Dont découvert</i>		-3,3	-76,0	10,4	63,5	149,2	-

Le business plan met en valeur l'importance des investissements dont la majeure partie concernera 2009.

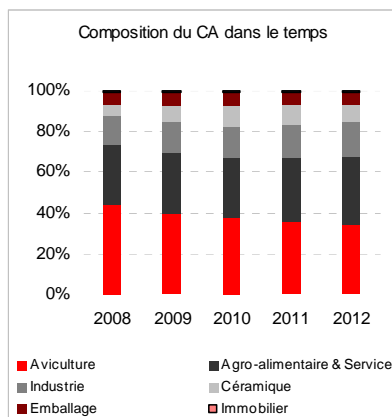
Performances financières 2007	PGH
ROCE	13,1%
ROE	23,5%
FR	66,5MD
BFR	174,3MD
TN	-107,8MD



Structure du CA

	2008	2009	2010	2011	2012
Aviculture	44%	40%	37%	36%	35%
Agro-alimentaire & Service	29%	30%	30%	31%	33%
Industrie	15%	15%	16%	16%	17%
Céramique	6%	7%	10%	9%	9%
Emballage	6%	7%	7%	7%	6%
Immobilier	1%	1%	1%	1%	1%

Le secteur d'aviculture qui représente aujourd'hui plus de la moitié du CA ne représente plus que le 1/3 en 2012 en faveur du secteur agro-alimentaire et service (33%). Le dernier tiers provient des quatre autres secteurs d'activité.



Éléments du compte de résultat

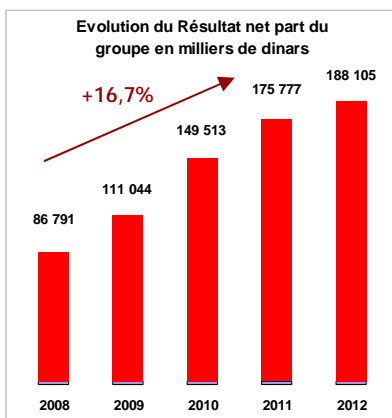
	En MD	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR
CA		921,5	1156,9	1387,4	1568,7	1697,9	13,0%
Marge/coût		290,6	385,0	475,0	538,0	562,2	14,1%
EBITDA		143,2	206,7	265,8	308,1	319,1	17,4%
Résultat financier		-4,6	-25,0	-30,8	-32,8	-34,1	49,3%
Résultat net		89,8	118,3	168,7	189,0	194,4	16,7%

*Établi sur la base des états financiers consolidés arrêtés au 31/12/2007

Le CA va dépasser le milliard de dinars dès 2009 et évoluera à un rythme moyen de 13%.

Le résultat net devrait tripler en 2010 pour refléter la contribution des investissements nouveaux.

La marge brute évoluera de 4 points de base cette même année, reflétant le changement de structure du CA.



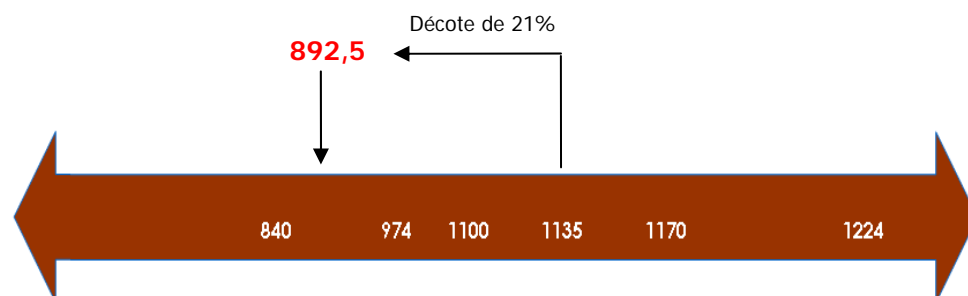
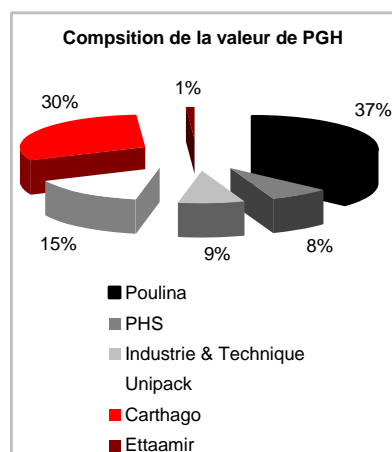
Éléments d'évaluation

Evaluation de l'entreprise

L'évaluation individuelle des filiales s'est faite selon 2 méthodes : la **méthode de Discounted Cash Flow (DCF)**, et la **méthode de rentabilité**.

L'évaluation du Holding PGH s'est faite sur la base de l'actif net réévalué (ANR) des différentes filiales.

L'ensemble des méthodes d'évaluation ayant abouti à une fourchette de valeur comprise entre 840 et 1224 MDT, la valeur moyenne ressort à 1135 MDT. Après décote de Holding et de marché de 21%, la valeur retenue est de 892,5 MDT soit 5,950 DT/action.



Indicateurs de valorisation

Après l'émission de 16 670 000 actions au prix de 5.950 Dt (augmentation du capital), la valeur des fonds propres de la holding atteindra 991,9 MDT.

	Indicateurs boursiers (2008)		Indicateurs boursiers (2009)	
	PGH	Marché	PGH	Marché
P/E	10,3x	15,54x	8,9x	-
P/B	2,1x	2,6x	2x	-
Yield	4,2%	3,04%	4,2%	-

	VE actuelle		VE après augmentation	
	2007	2008	2008	2009
VE en MD	1118,3	1285,5		
VE/EBITDA	9,8	8,7	6,2	
VE/CF	11,6	9,5	7,2	
VE/CA	1,4	1,4	1,1	
VE/Bénéfices	20,9	14,3	10,9	

Mode d'allocation de l'OPF (43,94% des titres émis)

Catégorie		
Catégorie A	56.64%	4 132 000
Personnes physiques, morales tunisiennes et aux institutionnels tunisiens autres que les OPCVM (SICAV et FCP) désirant acquérir entre 33 601 actions (200kDt) et 833 500 actions (4.96MDt)		
Catégorie B	22.95%	1 681 000
Personnes physique et morales tunisiennes, personnes physiques étrangères résidentes en Tunisie désirant acquérir entre 8 401 actions (50kDt) et 33 600 actions (200kDt)		
Catégorie C	6.88%	504 000
Personnes physiques tunisiennes et aux personnes physiques et morales étrangères résidentes en Tunisie désirant acquérir entre 1 681 actions (1kDt) et 8 402 actions (50kDt)		
Catégorie D	4.59%	336 000
Personnes physiques tunisiennes désirant acquérir entre 30 actions (179Dt) et 1680 actions (10 000 Dt).		
Catégorie E	9.18%	672 530
OPCVM (SICAV et FCP) désirant acquérir entre 8400 actions (0.05MDt) et 672530 (4MDt).		

La société s'est valorisée à 10x l'EBITDA de 2007 et 8,7x celui de 2008, une telle valorisation se justifie par la croissance à 2 chiffres des revenus sur les cinq années futures et classe cette holding parmi les valeurs de croissance même si le taux de rendement prévisionnel paraît appréciable.

Modalités de l'offre

Introduction par augmentation de capital via une OPF.

- **Caractéristiques** : - Émission de **16 670 000 actions** représentant **10%** du capital de la société après augmentation au prix de **5.950 Dt l'action** (dont 1Dt de nominal).
 - Cession au profit du personnel de Poulina de **900 000 actions** dans le cadre d'un programme Compte Épargne en Actions, représentant **0.54%** du capital de la société après augmentation au prix de **5.355 Dt l'action** (dont 1Dt de nominal).
- **Modes** : Offre à Prix Ferme + Placement garanti auprès d'investisseurs étrangers, directeurs et personnel du Groupe Poulina
- **Jouissance** : 1er janvier 2008
- **Souscriptions** : Du 24 juillet 2008 au 6 août 2008.
- **Contrat de liquidité** : 20 000 000 Dt et 1 500 000 titres pour une durée d'un an à partir de la date d'introduction en Bourse

L'OPS porte sur des actions nouvelles à émettre et à réserver aux souscripteurs sur le marché et qui leur conféreront 10% dans le nouveau capital du Holding (dont 56,06% sous forme de placement garanti et 43,94% sous forme d'OPF).

Placement garanti : 9 344 470 actions représentant 56.06% des actions à émettre dont 1 176 470 actions sont réservées aux directeurs du groupe Poulina. L'ordre d'inscription doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être supérieur à 5% du capital de la société.

Synthèse et Recommandation

Premier groupe privé en Tunisie, témoignant d'une bonne situation financière caractérisée par un endettement moyen et une maîtrise des coûts de revient, PGH semble être capable d'améliorer son positionnement sur les différents secteurs d'activité grâce à un ambitieux programme d'investissement financé, en partie, par cette augmentation de capital. Malgré un environnement concurrentiel très agressif dans lequel évolue le groupe, nous estimons que PGH a largement les moyens d'atteindre ses objectifs de croissance.

Se valorisant 8,7 fois son EBITDA 2008, la société offre de bonnes perspectives de développement (croissance à 2 chiffres). Le titre se paie 10x ses bénéfices et offre un rendement de dividende (4,2%) supérieur à celui du marché (3,04%).

Au regard des résultats du groupe, de sa situation financière et de son développement futur, nous recommandons de souscrire dans cette augmentation de capital publique. Celle-ci offrira au titre PGH une marge de progression appréciable aussi bien à court terme qu'à moyen terme.