

## Initiation de couverture

### PGH, un conglomérat créateur de valeur grâce à ses investissements massifs

**PGH – Acheter – Cours Cible : 15.1 Dt ( + 28.3% vs cours boursier actuel)**

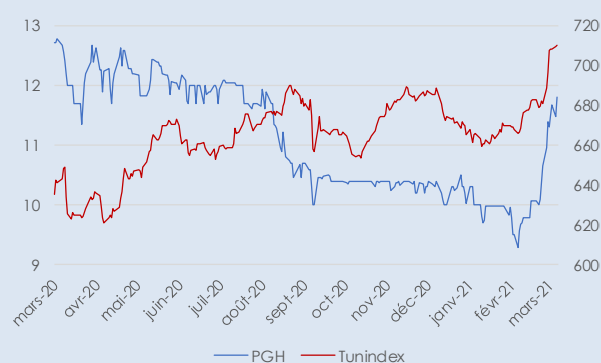
- Poulina Group Holding a bien évolué au cours des 54 dernières années pour devenir un conglomérat de premier plan en Tunisie mais aussi au Maghreb, desservant principalement la Tunisie ainsi que d'autres marchés voisins et même subsahariens. En 2020, et malgré le contexte économique et sanitaire, le groupe a réussi à préserver son positionnement de premier groupe sur la bourse de Tunis en termes de chiffre d'affaires consolidé d'environ 2 200 Mdt en 2020.
- Tirant profit de sa forte notoriété et d'une large couverture du marché, le groupe est actuellement un des principaux producteurs d'aliments pour animaux et de produits agroalimentaires en Tunisie, mais aussi avicole (22.9% du chiffre d'affaires). Le groupe est aussi fortement positionné sur le secteur des matériaux de construction notamment en céramique ( PDM de 60%) et en briques.
- Le groupe PGH reste l'un des plus gros investisseurs de l'économie nationale en dépensant près de 1 000 Mdt en CAPEX au cours des 5 dernières années pour maintenir sa position sur le marché et accroître ses capacités de production mais aussi pour pénétrer de nouveaux segments et de nouveaux marchés afin de renforcer davantage son niveau d'intégration et se positionner sur les segments à fortes valeurs ajoutées. Cette politique d'investissement massif devrait se poursuivre dans les prochaines années.
- Avec des revenus en croissance continue, excepté en 2020 à cause de la situation sanitaire du COVID-19 et la crise économique engendrée, PGH présente un profil de croissance durable. L'investissement matériel massif, la forte employabilité ( près de 15 000 employés directs et indirects) ainsi que les efforts de diversification font de PGH un conglomérat amené à rester sur le devant de la scène économique nationale.
- En parallèle à une activité en croissance sur ces dernières années, PGH a réussi à améliorer significativement ses niveaux de marges (la marge brute ayant augmentée de 32.1% en 2015 à 36% en 2019, et la marge d'EBITDA est passée de 14,1% en 2015 à 16.7% en 2019). Nous pensons que le potentiel de croissance des marges opérationnelles reste encore assez intéressant.

#### Données Générales

Cours (Dt) 30/03/2021	11.8
<b>Cours Cible ( Dt)</b>	<b>15.1</b>
Potentiel	28.3%
Capitalisation boursière ( Mdt)	2 124
Cours moyen pondéré sur 1 an (Dt)	11.13
Plus haut sur 1 an ( Dt)	13.0
Plus bas sur 1 an ( Dt)	9.3
Volume quotidien moyen depuis 1 an ( kDt)	43.2

En Mdt	2018	2019	2020e
Chiffre d'affaires	2 162.7	2 299.2	2 218.8
EBITDA	364.4	385.1	376.7
EBIT	229.5	239.6	209.4
Résultat Net PG	152.0	130.5	73.4
VE/CA	1.6	1.5	1.6
VE/EBITDA	9.2	8.7	9.2
P/E	13.6	15.9	30.0
P/BV	2.4	2.2	2.3
Dividend Yield	3.0%	2.5%	2.5%

#### Cours boursier depuis 1 an



Performance Boursière	3 m	6m	12m
PGH	14.56%	18.0%	-6.82%
Tunindex	3.63%	7.91%	10.35%

## Opinion et Valorisation

Sur la base du cours actuel, PGH s'échange à des multiples EV/CA et EV/EBITDA 2020<sup>e</sup> de 1.5x et 9x respectivement, des niveaux relativement bas eu égard aux niveaux auxquels traitent ses peers internationaux, soit 4.4x et 15.3x. **Nous estimons donc que le titre est actuellement sous-valorisé et recommandons de l'ACHETER avec un objectif de cours de 15.1Dt ( vs. 11.8 Dt le 30/03/2021), correspondant à un potentiel de hausse du titre de 28.3%.**

Notre optimisme sur la valeur se justifie notamment par un potentiel de croissance provenant des nouveaux investissements matériels réalisés ( briqueterie, carreaux céramiques, ciment colle, etc...) à forte valeur ajoutée avec une capacité, qui n'est plus à démontrer, d'améliorer ses marges d'année en année. De plus, le groupe avec sa nouvelle orientation vers des prises de participations dans des secteurs et/ou sociétés solides, pérennes et qui génèrent des bénéfices récurrents (SFBT, SITS, Tunisie Leasing et Factoring, etc...) s'assure ainsi des revenus financiers récurrents et se constituer un patrimoine.



## INTRODUCTION

---

Lorsque on évoque les grands groupes industriels tunisiens le premier qui arrive à l'esprit c'est incontestablement le groupe Poulina. C'est un groupe qui a pu au fil des années marquer les tunisiens par ses produits, sa dimension nationale et régionale et surtout sa culture d'entreprise inculquée par son Fondateur le Feu Abdelwaheb BEN AYED.

L'histoire du groupe Poulina a commencé dans les années 60 avec la création d'une première entité d'élevage avicole sous le nom de « Poulina » par le Feu Monsieur Abdelwaheb BEN AYED et huit autres associés.

Issu de l'élevage du poulet qu'il industrialise, cette activité nécessite très vite du matériel avicole amenant le groupe à se lancer dans l'industrie (fabrication des cages) puis dans la distribution (œufs et poulets) et le négoce (importation de céréales constituant la base de la nutrition animale).

Au fil du temps, le groupe a su intégrer des métiers différents en rachetant des entreprises ou en créant des filiales dans un grand nombre d'activités économiques. Peu à peu, la simple entreprise est devenue le plus grand groupe privé de Tunisie, présent dans tous les pans de l'économie : métallurgie en 1975 et immobilier en 2000.

La relance économique de la fin des années 80 a incité les actionnaires du groupe vers plus d'investissements physiques en se lançant encore dans de nouveaux produits à l'instar des produits surgelés, les pots d'échappement, réfrigérateurs chaînes de restaurations rapide, produits en plastique, le bois et la céramique. Et depuis le groupe enchaîne les performances faisant preuve d'une solidité financière et d'une bonne gestion d'exploitation sous le contrôle de la direction du groupe qui assurait un suivi continu et permanent des activités de toutes les filiales.

En 2005, et afin de se conformer aux exigences de la loi n° 2001-117 sur les groupes de sociétés, Poulina a procédé à une restructuration visant à une organisation en pôles d'activité. Cette organisation était un préalable nécessaire pour créer par la suite en 2008 la société Poulina Group Holding et de l'introduire à la bourse de Tunis.

Actuellement, le groupe est un conglomérat composé de 108 filiales, employant près de 15 000 salariés, directement et indirectement, et organisé autour de huit métiers pour en faciliter la gestion et le suivi de performance. D'une dimension internationale, le groupe possède une vingtaine de filiales à l'étranger principalement en Libye, Algérie, Sénégal, Maroc, France et Chine.

## PRESENTATION DU GROUPE PGH

### 1- Dates clés

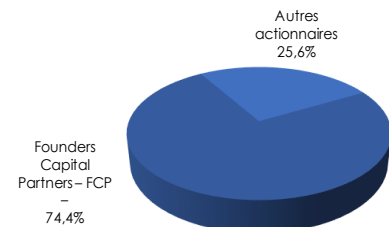
Date	Fait
1967	Création de la société Poulina première entité d'élevage avicole
<b>Début des années 1970</b>	Développement surprenant de l'activité ; Filialisation des services et fourniture d'élevage
1972	Création de la société Dick qui reprend la production de volailles et d'œufs
1975	Lancement dans le secteur chimique avec le détergent Nadhif et dans le secteur mécanique par la création des grands ateliers du nord (GAN)
1976	Création de la société de nutrition animale
1978	Développement des activités manufacturières et agroalimentaires création de la société Générale industrielle de produits alimentaires (GIPA) spécialisée dans la production de glaces et de produits laitiers
1979	Création de la société grands couvoirs
<b>Fin des années 1980</b>	Une nouvelle diversification par le lancement de nouveaux produits : le surgelé, les pots d'échappement, réfrigérateurs, chaînes de restaurations rapides, produits en plastique bois céramiques
2005	Restructuration du groupe adoptant une nouvelle organisation en pôles d'activité
2008	Création de la société Poulina Group Holding et introduction en Bourse
2009	Regroupement des titres détenus par les principaux actionnaires, soit 116 712 857 actions, représentant 70,03% du capital, au sein du holding financier « Founders Capital Partners ».
2010	Restructuration qui a donné naissance à une recentralisation autour de 8 métiers pour en faciliter la gestion et le suivi de la performance.

### Structure de l'actionariat

Le noyau dur, Founders Capital Partners « FCP », détient actuellement 74,4% du capital de la société Poulina Group Holding contre un flottant de 25,6%.

FCP est détenue par les familles actionnaires historiques à savoir Ben Ayed, Bouzguenda, Bouricha, Kallel, etc...

Le capital social de PGH s'élève à 180 millions de dinars divisé en 180 003 600 actions d'une valeur nominale de 1DT.



### 2- Organisation et gouvernance

La holding a pour rôle d'assurer la compétitivité, la pérennité et le développement du groupe. Elle gère aussi les participations dans les filiales et met en œuvre la stratégie du groupe et centralise certaines activités communes.

Un des points forts du groupe Poulina, et qui reste parmi les modes d'organisation inédits en Tunisie est l'organisation hybride ou ce qu'on appelle la double hiérarchie (fonctionnelle et opérationnelle) qui lui permet d'assister, d'encadrer et superviser les filiales et de développer les synergies entre elles.

#### Conseil d'administration

Présidé par Mr Khaled Bouricha et Mr Ahmed Bouzguenda en tant que vice président, le CA détermine la politique générale et la stratégie du groupe et veille à leur mise en œuvre

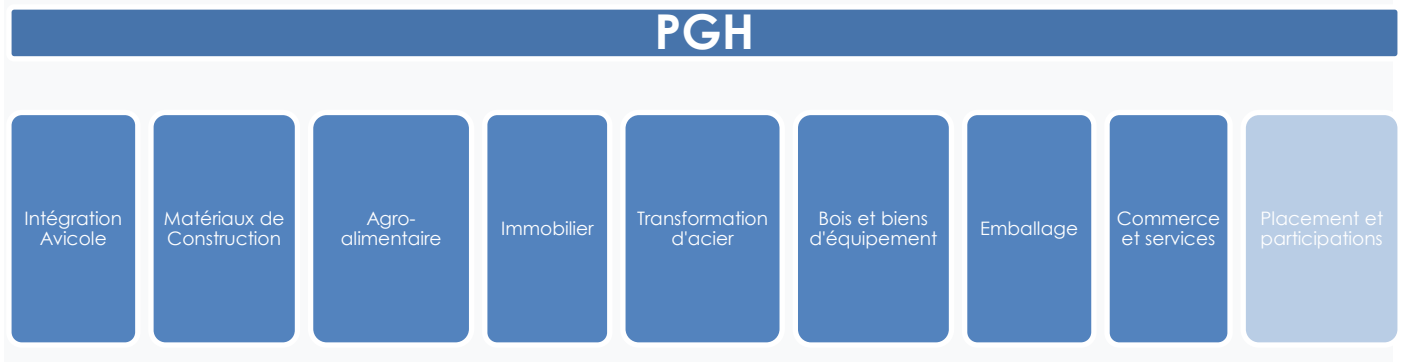
#### Comité de Direction

Organe collégial qui donne son point de vue sur les volets stratégiques, les projets d'investissement et les aspects importants relatifs à la vie générale dans le groupe.

#### Comité d'identification des cadres formateurs, des nominations et de rémunération des responsables

## PRINCIPAUX METIERS DE PGH

Aujourd'hui, Poulina concentre sa mission sur « la création continue de richesse et de valeur » pour l'économie nationale. Afin d'atteindre son objectif, le groupe développe ses activités à travers 8 pôles métiers :



### 1 - Agroalimentaire

Ce pôle métier intègre deux principales activités : la **nutrition animale** et les **produits de grande consommation**

Le principal contributeur à ce pôle métier reste la nutrition animale à travers les sociétés SNA, Nutrimix et Almes. D'ailleurs PGH accapare une part de marché de 40% en termes nutrition animale. Ce segment de métier reste stratégique pour le groupe. Sur la nutrition animale, PGH est aussi présent en Libye à travers la société SNA Libye.



De plus, le groupe PGH élabore et commercialise **une large gamme de produits de grande consommation** : crèmes glacées, yaourt, desserts, produits laitiers, chips, jus, pâtisserie industrielle, chamia, huile végétale, mayonnaise, margarine, etc.....

Ces produits sont commercialisés sous différentes marques bien ancrées dans les habitudes de consommation des tunisiens : Selja, Olà, Jadida, Yab, Golden chips, Shehrazad, etc....



Fort de son succès et de son savoir-faire en Tunisie, le groupe a développé ses activités au Maroc à travers GIPA Maroc (crème glacée), **Med Oil Sénégal** (Mayonnaise, margarine et huile végétale) qui couvre l'ensemble de l'Afrique subsaharienne.

### 2 - L'intégration Avicole

Métier historique du groupe, PGH intègre aujourd'hui tout le processus de son métier avicole de **la production de la nutrition animale** jusqu'à la distribution des œufs, dindes, poulets, etc...

Le secteur de la volaille est organisé autour de trois divisions : **chair de poulet, dinde et pondeuse**. Chaque division est une ligne de production différente de l'élevage jusqu'à la vente.

Le groupe PGH, à travers ses diverses filiales opérant dans le secteur avicole, demeure l'acteur principal de l'aviculture et de l'élevage avec 20% de part de marché pour la volaille (chair et œufs). La plus connue des sociétés de ce pôle reste la société **El Mazraa** spécialisée dans l'élevage et l'abattage des volailles ainsi que dans la transformation et la commercialisation de produits avicoles. Son réseau est constitué de plus de 1 200 points de vente, emploie 1 400 salariés et commercialise plus de 200 produits (poulets, dinde, charcuterie, produits marinés, etc..).



### 3 Commerce et services

Toujours dans le principe de l'intégration, le groupe possède plusieurs sociétés qui opèrent dans le commerce international, la représentation, l'import, le conditionnement et les NTIC.

En termes de NTIC, PGH dispose du plus grand **Data Center** en Tunisie « Dataxion », d'un centre de **Cloud Computing** en partenariat avec Intrinsec France « Cloud Temple Tunisia » et d'une société opérant dans le domaine **des solutions informatiques**, l'infogérance, l'intégration de solution de gestion ERP, etc... en partenariat avec la société Wevioo « Adactim ».

Ceci s'inscrit dans la nouvelle stratégie du groupe qui s'oriente vers les métiers d'avenir et créant de la forte valeur ajoutée.



### 4 Matériaux de construction

Le pôle matériaux de construction regroupe l'activité **carreaux de céramique** pour le revêtement de sol, mur et carreaux de porcelaines et **l'activité briqueterie**.

Carthago Ceramic, le leader du marché local, et grâce à son unité de production moderne exporte 20% de sa production vers plus d'une trentaine de pays notamment en Europe, au Maghreb, au Moyen Orient et en Afrique subsaharienne. Grâce à sa réputation et son savoir-faire, cette activité de carreaux céramique a été étendue en Algérie ( idéal Ceramic) et en Libye ( Sahel Lebda).

L'activité briqueterie aussi connaît un bel essor grâce aux 2 unités modernes ( et 2 autres en cours) dotées de haute technologie de fabrication en briqueterie permettant une isolation thermique et phonique.

Le groupe vient aussi de se lancer dans l'activité de **ciment colle** avec l'installation d'une nouvelle usine à Sfax.



### 5 Emballage

Ce métier qui remonte aux années 80, regroupe plusieurs sociétés spécialisées dans les activités de l'emballage comme **la transformation du papier et du carton**, l'alvéole, le film étirable et l'impression sur film plastique, les emballages alimentaires et les boîtes en cartons.



### 6 Bois et biens d'équipement

Ce métier remonte à 1975, avec la création de la société GAN qui regroupe deux activités différentes : **l'électroménager** et **le mobilier de bureau**.

Pour l'électroménager, Poulina est présente sur le marché avec la marque Mont Blanc sur le segment domestique (réfrigérateur, cuisinière et machines à laver) et des professionnels ( mini-bar, congélateur et réfrigérateur). Avec des produits entrée de gamme, les produits électroménagers Mont Blanc ont pu pénétrer fortement le marché local avec une PDM de 80%.

De plus, Poulina reste le principal fournisseur des industriels tunisiens de la filière bois et répond à 60% du besoin du marché en panneaux dérivés du bois.



## 7 Transformation d'acier

Toujours dans le même objectif d'intégration, Poulina s'est lancée dans cette activité pour satisfaire en premier lieu les besoins de l'activité agricole. Désormais le groupe est actif dans divers secteurs dont l'acier et répond à la demande du marché local et celui des pays limitrophes. A travers ce pôle, le groupe opère principalement dans **la transformation des métaux, la production de tubes soudés en acier et la construction métallique**. Il produit également **des bouteilles à GPL** avec une capacité de 1 000 000 d'unités de bouteille gaz/an ce qui fait de lui le leader incontesté du marché tunisien et le challenger africain mais aussi mondial.

Le groupe est aussi partenaire avec le groupe Arcelor France pour la production des **panneaux sandwichs** pour la fabrication de 100 000 m<sup>2</sup>/an.



**M.B.G**

## 8 Immobilier

Le groupe poulina est aussi présent sur **le secteur immobilier** depuis 1997 à travers la société ATTAAMIR qui a réalisé plusieurs projets sur le grand Tunis et Nabeul.

Fin 2020, le groupe poulina est aussi devenu actionnaire à hauteur de 72% (directement et indirectement) dans la société immobilière Tuniso-séoudienne « **SITS** » cotée à la bourse de Tunis. Hormis sa réputation, la SITS dispose d'un stock foncier assez important et dans des emplacements stratégiques et de plusieurs projets en cours.

## 9 Placements et participations

Au-delà du « core business » du groupe PGH cités ci-dessus, le groupe a aussi une activité de placement et de participations assez importante. En effet, depuis quelques années, PGH a adopté une stratégie de prise de participations et d'investissement dans des sociétés opérant dans des secteurs porteurs pour s'assurer ainsi des revenus financiers récurrents et se constituer un patrimoine qui sera créateur de valeur pour le groupe.

D'ailleurs, PGH, et à travers sa filiale Partner Investment, détient 9.4% de la SFBT, 6.7% de Tunisie Leasing et Factoring, 30,27% d'Ennaki ( mise en équivalence), 75,8% de SITS (directement et de concert), 3,5% d'Attijari Bank, 0.7% BNA, 1,3% à Magasin Général, etc ... hormis des placements à terme et des placements dans les emprunts obligataires.

La dernière des acquisitions par le groupe a été la filiale de BH Bank, à savoir BH assurances, dans laquelle PGH détient désormais 37.4% du capital.

Ces participations dans des titres cotés, détenues à travers sa filiale Partner Investment, génèrent des revenus récurrents de nature à atténuer le poids de la charge financière de la dette mais aussi pour se constituer un patrimoine, créateur de valeur à terme.



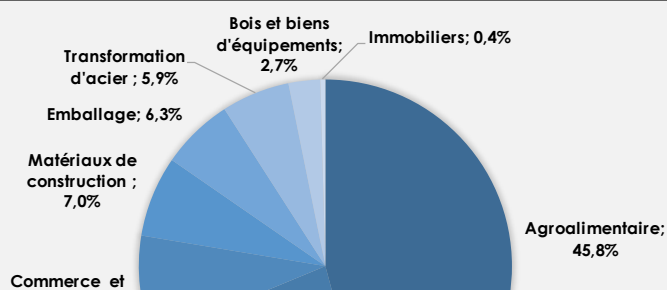
<b>Partner Investment</b>	9.4% SFBT
	6.7% Tunisie Leasing et Factoring
	69.8% SITS
	3.5% Attijari Bank
	0.7% BNA
	1.3% Magasin Général
	34% BH assurance

## CHIFFRES CLÉS DU GROUPE

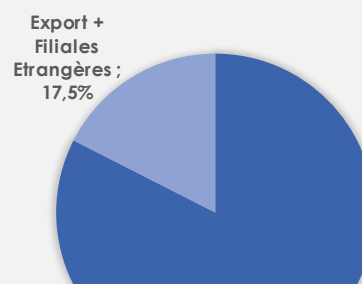
en millions de Df	2015	2016	2017	2018	2019	TCAM 15_19	2020e	2021e
Chiffre d'affaires Consolidé	1 606,9	1 705,0	1 928,5	2 162,7	2 299,2	<b>9,4%</b>	2 218,8	2 525,6
<i>Variation</i>		6,1%	13,1%	12,1%	6,3%		-3,5%	13,8%
EBITDA	226,3	266,5	293,3	364,4	385,1	<b>14,2%</b>	376,7	447,0
<i>Variation</i>		17,8%	10,1%	24,2%	5,7%		-2,2%	18,7%
Résultat Financier	- 63,5	- 66,7	- 31,8	- 67,5	- 97,5	<b>11,3%</b>	-132,0	-165,5
<i>Variation</i>		5,0%	-52,3%	112,4%	44,4%		35,3%	25,4%
Résultat des activités ordinaires avant impôt	84,7	105,8	140,5	163,1	142,2	<b>13,8%</b>	79,4	106,3
<i>Variation</i>		24,9%	32,8%	16,1%	-12,8%		-44,1%	33,8%
Impôts sur les bénéfices	5,6	3,7	5,9	9,0	10,8	<b>17,8%</b>	6,0	8,1
Résultat Net Consolidé	79,0	91,1	134,6	153,7	130,8	<b>13,4%</b>	73,4	98,2
<i>Variation</i>		15,2%	47,8%	14,2%	-14,9%		-43,9%	33,8%
Résultat Net Part du Groupe	80,0	90,7	138,3	152,0	130,5	<b>13,0%</b>	73,1	97,9
<i>Variation</i>		13,4%	52,4%	9,9%	-14,2%		-44,0%	34,0%
<b>Actifs économique</b>								
Actifs immobilisés	1 082,9	1 154,3	1 239,7	1 339,8	1 418,8	7,0%	1 447,6	1 520,0
BFR	599,3	642,0	860,8	979,0	977,9	13,0%	936,8	1 052,3
<b>Capitaux employés</b>	<b>1 682,2</b>	<b>1 796,3</b>	<b>2 100,5</b>	<b>2 318,8</b>	<b>2 396,7</b>	<b>9,3%</b>	<b>2 384,4</b>	<b>2 572,4</b>
Capitaux Propres	630,0	673,6	766,0	866,7	930,1	10,2%	949,2	993,1
Endettement net	1 052,2	1 122,8	1 334,5	1 452,0	1 466,6	8,7%	1 435,2	1 579,2
<b>Capitaux investis</b>	<b>1 682,3</b>	<b>1 796,4</b>	<b>2 100,5</b>	<b>2 318,8</b>	<b>2 396,7</b>	<b>9,3%</b>	<b>2 384,4</b>	<b>2 572,4</b>
Investissement Net	137,5	150,7	195,8	218,5	211,0	11,3%	196,0	250,0
Free Cash Flow	70,0	117,8	258,7	215,9	97,8	8,7%	108,2	272,1
Dividendes	41,4	50,4	60,3	63,9	54,0	6,9%	54,0	63,0
Taux de marge Brute	32,4%	34,1%	34,4%	35,1%	36,3%		35,0%	36,0%
Taux de marge d'EBITDA	14,1%	15,6%	15,2%	16,9%	16,7%		17,0%	17,7%
Taux de l'IS apparent	6,6%	3,5%	4,2%	5,5%	7,6%		7,6%	7,6%
Taux de marge nette	5,0%	5,3%	7,2%	7,0%	5,7%		3,3%	3,9%
ROE	14,5%	15,6%	22,0%	21,3%	16,3%		8,3%	10,9%
ROIC	7,8%	8,9%	7,6%	9,4%	9,2%		8,1%	9,7%
Gearing	167,0%	166,7%	174,2%	167,5%	157,7%		151,2%	159,0%
Dette nette /EBITDA	4,6	4,2	4,5	4,0	3,8		3,8	3,5
Payout	65%	66%	78%	86%	53%		43%	42%
Nombre de Titres ( en millions)	180,0	180,0	180,0	180,0	180,0		180,0	180,0
BPA	0,44	0,50	0,77	0,84	0,72		0,41	0,54
BVPA	3,50	3,74	4,26	4,82	5,17		5,27	5,52
DPA	0,230	0,280	0,335	0,355	0,300		0,300	0,350

Source : Données PGH, MAC SA

Graph 2. Répartition du CA par pôle, 2020

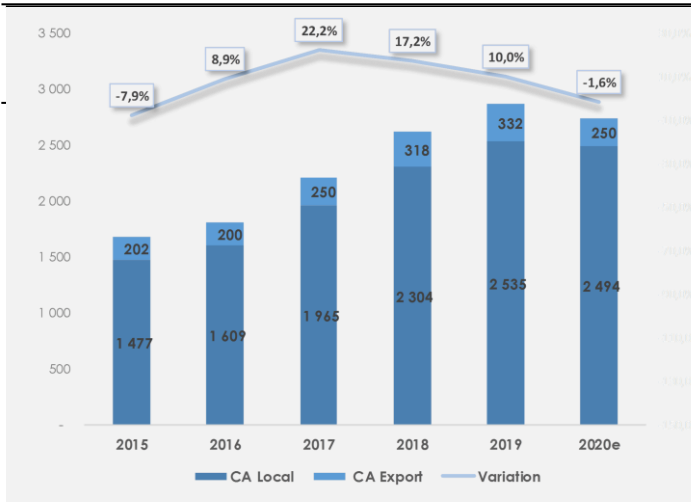


Graph 3. Répartition du CA par destination, 2020

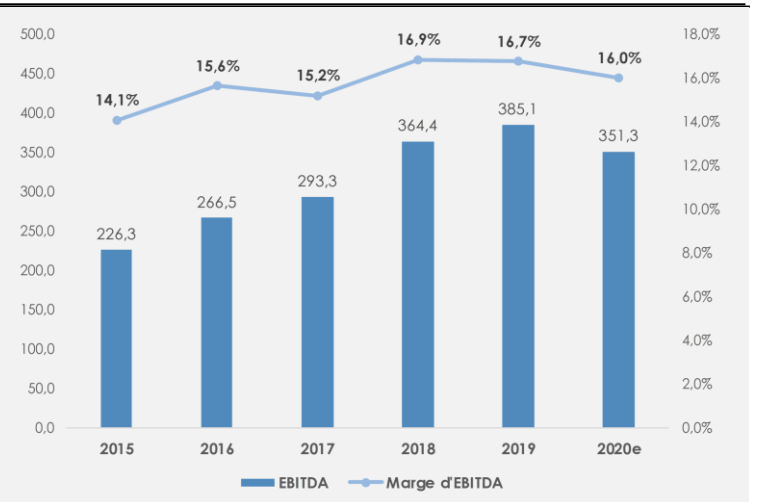




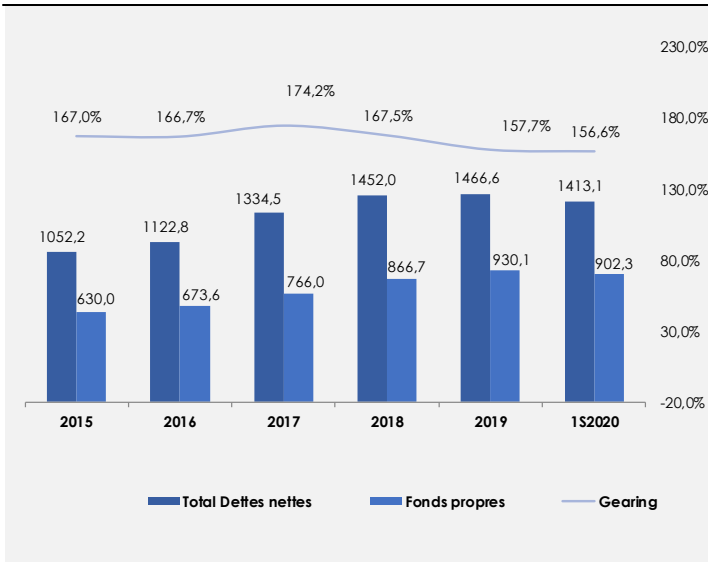
**Graph 4. Evolution du Chiffre d'affaires Global**



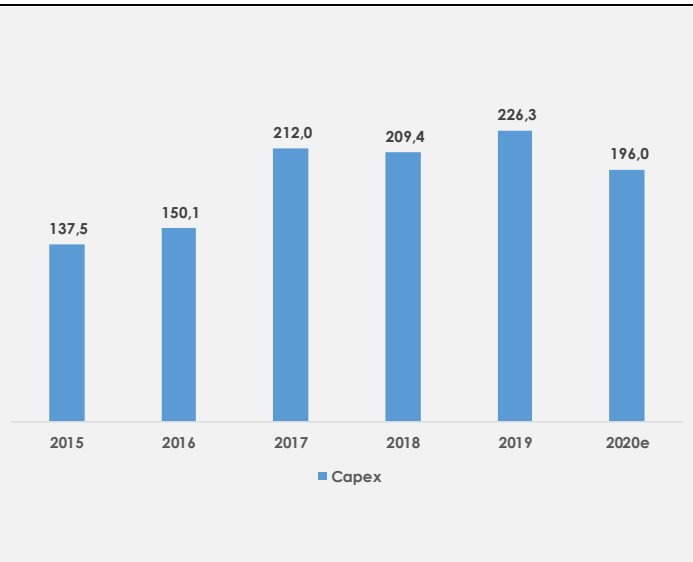
**Graph 5. Evolution de l'EBITDA**



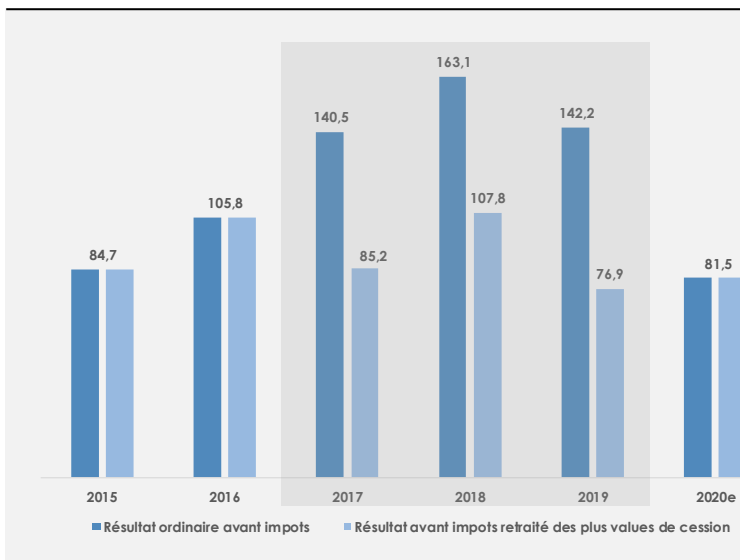
**Graph 6. Structure financière du groupe PGH**



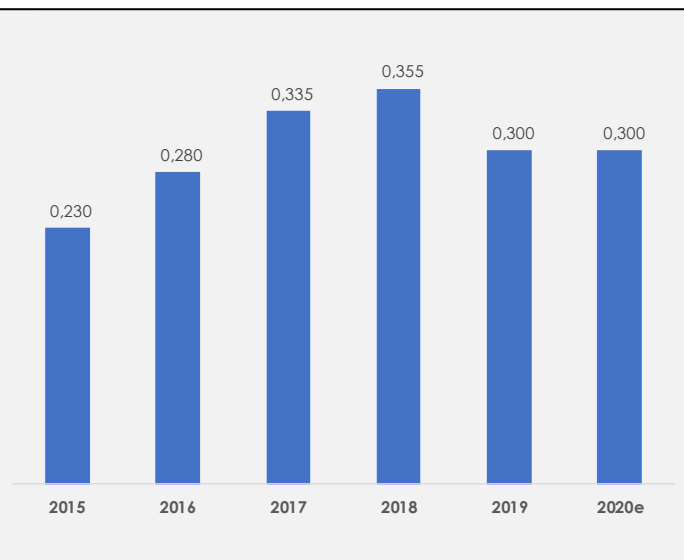
**Graph 7. Evolution des investissements**



**Graph 8. Evolution du résultat avant impôts**



**Graph 9. Evolution du dividende par action ( en Dt)**



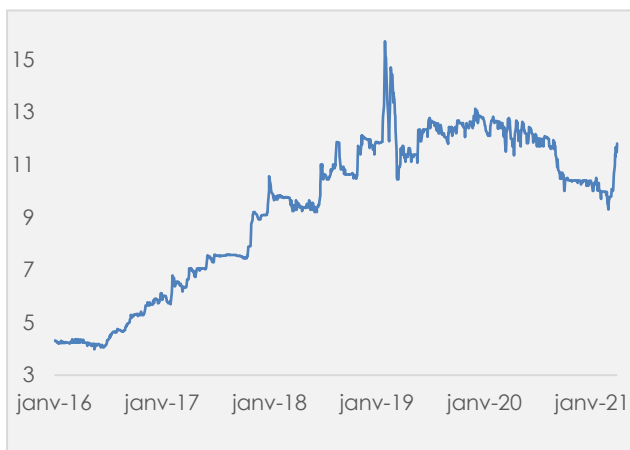
## Analyse SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Forte image de marque et bonne réputation sur les différents métiers</li> <li>• Groupe financièrement solide</li> <li>• Une forte intégration, horizontale et verticale, permettant une génération d'économie d'échelle importante</li> <li>• Un modèle de gestion innovant basé sur la double hiérarchie pour un meilleur contrôle</li> <li>• Fort positionnement sur le marché national pour l'aviculture l'agroalimentaire, matériaux de construction</li> <li>• Bonne réputation et bonne connaissance des marchés export ( Libye, Algérie et Europe)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Faible part des exportations dans le chiffre d'affaires par rapport à la taille du groupe</li> <li>• Dépendance vis-à-vis des marchés internationaux pour l'importation des matières premières</li> </ul>
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> <li>• La stabilité politique et la reprise de l'activité économique en Lybie</li> <li>• L'évolution des habitudes de consommation: produits élaborés, produits cuisinés, etc....</li> <li>• Le déploiement sur de nouveaux métiers à fortes valeurs ajoutées : Bioénergie, Chimie, énergies renouvelables</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Volatilité des prix des matières premières au niveau mondial ( acier, zinc, soja, maïs, etc...)</li> <li>• La dévaluation de la monnaie nationale risquerait d'impacter directement les marges commerciales du groupe</li> <li>• Forte concurrence de la part des pays asiatiques et de la Turquie sur les marchés cibles à l'export</li> </ul>

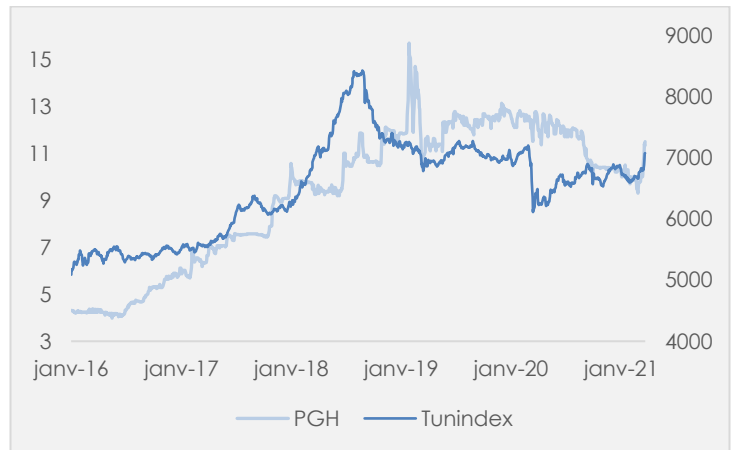
## Performance du cours de l'action PGH

Le graphique suivant présente le cours de l'action PGH depuis début 2016 et son évolution à ce jour.

**Graph 10. Evolution du cours PGH**



**Graph 11. Evolution du cours PGH vs Tunindex**



Sur les cinq dernières années, la valeur de l'action PGH a surperformé le Tunindex. En effet, le cours ajusté a plus que doublé (+178.5%) contre une hausse de 30.96% pour le Tunindex pour la même période.

Bien que PGH soit aujourd'hui la deuxième capitalisation boursière qui reste supérieure à 2 milliards de dinars, l'action n'a pas réussi à attirer l'appétit des investisseurs et la valeur reste faiblement liquide.

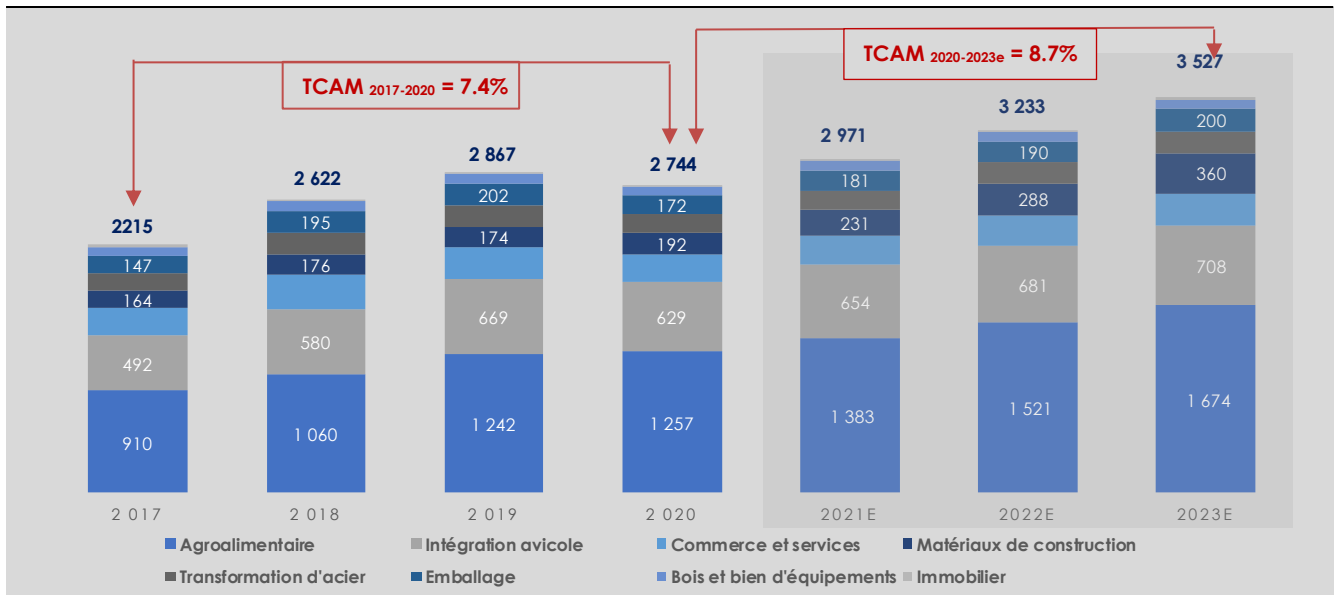
En 2021, l'action a encore surperformé le marché en affichant une progression de 13.57% depuis le début de l'année ( en date du 30/03/2021) vs 3.11% pour le TUNINDEX.

## Evolution de l'activité de PGH et prévisions

Le groupe Poulina Group Holding est resté fidèle à son image de créateur de valeurs et d'acteur incontournable de croissance économique malgré toutes les difficultés et les turbulences qu'il a subies. Le chiffre d'affaires consolidé a augmenté en moyenne de 9.4% par an entre 2015 et 2020 ( contre 7.2% en moyenne pour l'ensemble des sociétés cotées), avec un pic de 13.1% en 2017 tiré principalement par l'activité matériaux de construction (carreaux céramique en Algérie) et transformation d'acier. En 2018, le groupe a aussi enregistré une croissance à deux chiffres pour dépasser le seuil symbolique de 2 milliards de dinars de CA ( 2.16 Milliards de dinar).

En 2020, et à l'instar de l'ensemble de l'économie, le groupe a connu un repli de 4.3% de son CA global, contre une baisse des revenus des sociétés de 8.1% ce qui prouve la résilience du business model du groupe basé sur la diversification pour profiter des différents cycles économiques. **Nous pensons qu'avec les investissements massifs de croissance réalisés ces dernières années, PGH devrait poursuivre sa croissance en termes de top-line qui devrait afficher un rythme de hausse légèrement plus accéléré, sans oublier l'éventuelle reprise de l'activité en Libye.**

Graph 12. Evolution du chiffre d'affaires global (en Mdt)



Source : PGH, estimations MAC

**Avec des revenus en croissance continue, excepté en 2020 à cause de la situation sanitaire du COVID-19 et la crise économique engendrée, PGH présente un profil de croissance durable. L'investissement matériel massif ainsi que les efforts de diversification font de PGH un groupe amené à rester sur le devant de la scène économique nationale.**

**Le pôle agroalimentaire** représente à fin 2020 près de 46% du chiffre d'affaires global de PGH et devrait selon nous continuer de représenter la part importante des revenus du groupe à l'avenir. Sur les trois dernières années, PGH a réussi à profiter de la croissance à deux chiffres de ce pôle (TCAM 11.4% sur la période 2017-2020) grâce aux ventes de nutriments mais aussi grâce aux investissements réalisés notamment avec MED Oil Sénégal. Cette filiale spécialisée dans la fabrication d'huile, de margarine et de mayonnaise connaît un franc succès en Afrique subsaharienne et se positionne en tant que leader sur la région. Sur le marché tunisien, Med Oil reste aussi le leader du segment margarine et la croissance se poursuivra avec les innovations produits.

Selon nous, le CA issu du pôle agroalimentaire serait, la business unit du groupe qui devrait enregistrer un taux de croissance sur les prochaines années, de 10% sur la période prévisionnelle 2020-2023e. Il est à noter que dans nos prévisions nous n'avons pas pris en considération l'éventuelle reprise de l'activité de GIPA Libye (crème glacée, yaourt, lait et dérivés) qui est en veilleuse, comme l'ensemble des autres sociétés du groupe en Libye, depuis quatre ans.

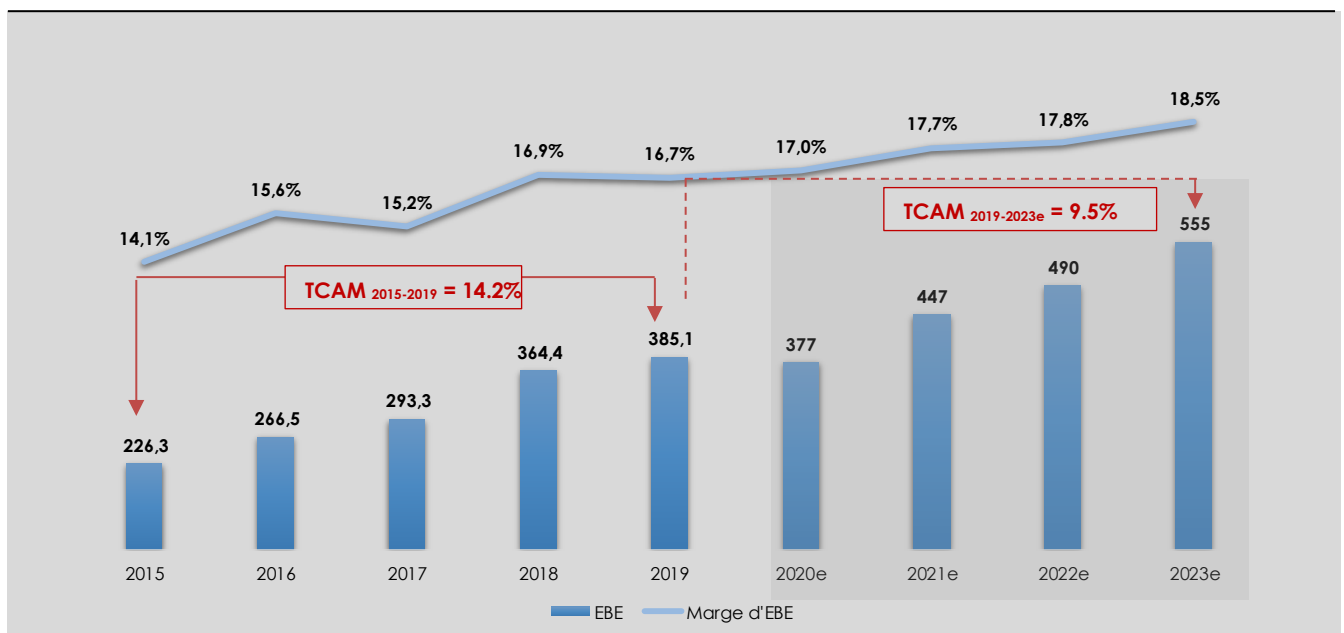
Le second pôle d'activité qui permettrait la croissance au groupe, serait selon nous **le pôle matériaux de construction**. En 2020, il a enregistré une croissance de 10.5% grâce notamment à l'augmentation des ventes locales de 15%, suite à la hausse des ventes des briques rouges suite à l'entrée en exploitation de la nouvelle usine alors que les ventes à l'export ont baissé de 55.4% à 4.6Mdt vs 10.6 Mdt en 2019. En effet sur les trois dernières années, PGH a concentré près de 46% de ses investissements ( soit 281 Mdt) sur le pôle matériaux de construction pour l'extension de l'usine de carreaux céramiques en Algérie et l'usine de céramique à Zaghouane, et pour les 2 briqueteries en Tunisie ainsi que la réalisation de la nouvelle usine de ciment colle. Deux autres briqueteries sont en cours de réalisation et devrait entrer en production en 2022. Nous estimons que ce pôle devrait croître à une moyenne de 23% entre 2020 et 2023e.

**En parallèle à une activité en croissance sur ces dernières années, PGH a réussi à améliorer significativement ses niveaux de marges ( la marge brute ayant augmentée de 32.1% en 2015 à 36% en 2019, et la marge d'EBITDA est passée de 14,1% en 2015 à 16.7% en 2019). Nous pensons que le potentiel de croissance des marges opérationnelles reste encore assez intéressant.**

Dans le sillage de revenus consolidés connaissant une croissance moyenne de 9.4% sur la période 2015-2019, les charges d'exploitation de PGH ont également enregistré une hausse, bien qu'inférieure à celle des revenus. En effet, les charges d'exploitation du Groupe ont cru en moyenne de 8.9% sur la période 2015-2019 pour atteindre 2 070 Mdt, en 2019. Cette hausse est principalement due à la hausse des dotations aux amortissements en lien avec les investissements réalisés ces dernières années et à la hausse des charges externes entraînés par les efforts commerciaux et marketing du groupe. Ainsi, même si le groupe a augmenté ses dépenses, **la marge d'EBIT** a enregistré une hausse de 1.7 points à 10.4% ( vs 8.7% en 2015).

Hormis l'année 2020 où les revenus du groupe ont été en baisse à cause de la crise sanitaire du COVID-19, nous pensons que le Groupe sera en mesure de continuer d'améliorer ses marges durant les prochaines années sous l'impulsion de l'entrée en exploitation des nouveaux investissements qui permettraient une meilleure maîtrise des achats consommés et des charges de personnel (à l'instar des nouvelles briqueteries sous la technologie 4.0 nécessitant moins d'intervention humaine) ainsi qu'une meilleure maîtrise de la facture énergétique ( panneaux solaires photovoltaïques).

**Graph 13 : Evolution de l'EBE et de la marge d'EBE sur la période 2015-2023<sup>e</sup> ( Mdt)**



Source : PGH, estimations MAC SA

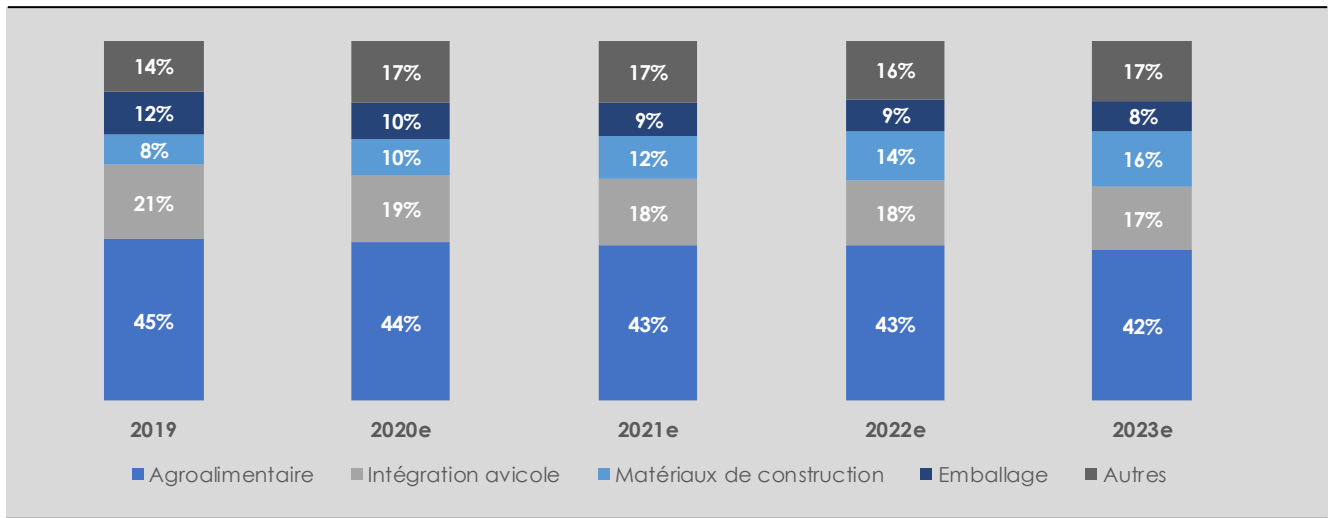
Ainsi, et après le creux de 2020, PGH sera en mesure de revenir à ses niveaux de marge d'EBE antérieurs et d'afficher un taux de 17.7% au titre de l'exercice 2021<sup>E</sup> et de 17,8% en 2022<sup>E</sup>. L'EBE enregistrerait ainsi un TCAM de 9.5% sur la

MAC SA- Département Analyses & Recherches

période 2019-2023<sup>e</sup> (vs. un TCAM 2015-2019 de 14.2%). **Ainsi, nous précisons que nos prévisions sont assez conservatrices par rapport aux réalisations antérieures du groupe**

Par métier, l'agroalimentaire reste le principal contributeur à l'EBE du groupe avec 45% en 2019 suivie par l'intégration avicole avec une contribution de 21%. En 2020, et avec la baisse des revenus de ces deux métiers, leur contribution devrait aussi baisser contrairement aux matériaux de construction qui progressent aussi bien en termes de Top line qu'en terme d'EBE contribuant ainsi à hauteur de 10% dans l'EBE du groupe en 2020. Une part qui devrait augmenter progressivement dans les années à venir avec l'entrée en exploitation des nouveaux investissements sachant que le métier de matériaux de construction génère un taux de marge d'EBE relativement élevé, soit 20% historiquement.

**Graph 14 : Contribution des métiers à l'EBE consolidé**



Source : PGH, Estimations MAC SA

Comme précisé plus haut, le groupe PGH a toujours adopté **une stratégie d'investissement** de croissance, de développement et de maintien assez récurrente au fil des années, avec une enveloppe moyenne de 200 Mdt par an. Ces investissements ont été financés en partie par la dette bancaire et en partie à travers les financements des SICAR ( profitant des avantages fiscaux de ces investissements). Ceci dit, même si la structure financière du groupe PGH fait apparaître un niveau de gearing assez élevé de 156.6% au 30/06/2020, mais l'effet de levier généré par cet endettement reste positif notamment avec un coût moyen de la dette apparent de 5.7%.

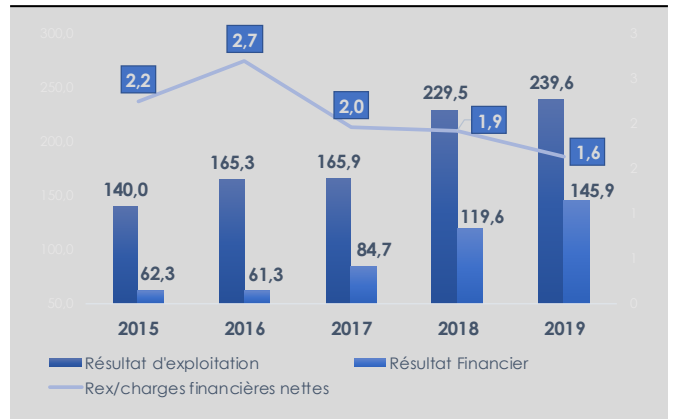
Cependant, la hausse des taux a aussi impacté le niveau du résultat du groupe. D'ailleurs, sur la période 2015-2019, le niveau de l'endettement net est passé de 1 052 Mdt à 1 4767 Mdt, soit à un taux de croissance annuel moyen de 9%, tandis que le niveau des charges financières nettes a sauté de plus de 24% en moyenne/an. Les charges financières nettes absorbent désormais près de 61% de l'EBE du groupe en 2019 contre 44.5% en 2015. La baisse du TMM en 2020, comparée à 2019, devrait réduire cette charge sur l'exercice 2020 et 2021. Ainsi le taux de couverture des charges financières par le résultat d'exploitation a été en baisse ces deux dernières années. Mais nous pensons que l'entrée en exploitation des nouveaux investissements réalisés (briqueteries, carreaux céramiques, etc...) seront en mesure d'accroître le niveau de la rentabilité du groupe ce qui permettraient de mieux couvrir la charge de l'endettement et laisser dégager une meilleure rentabilité.

**Graph 15. Evolution de l'endettement net ( Mdt)**



Source : PGH, MAC SA

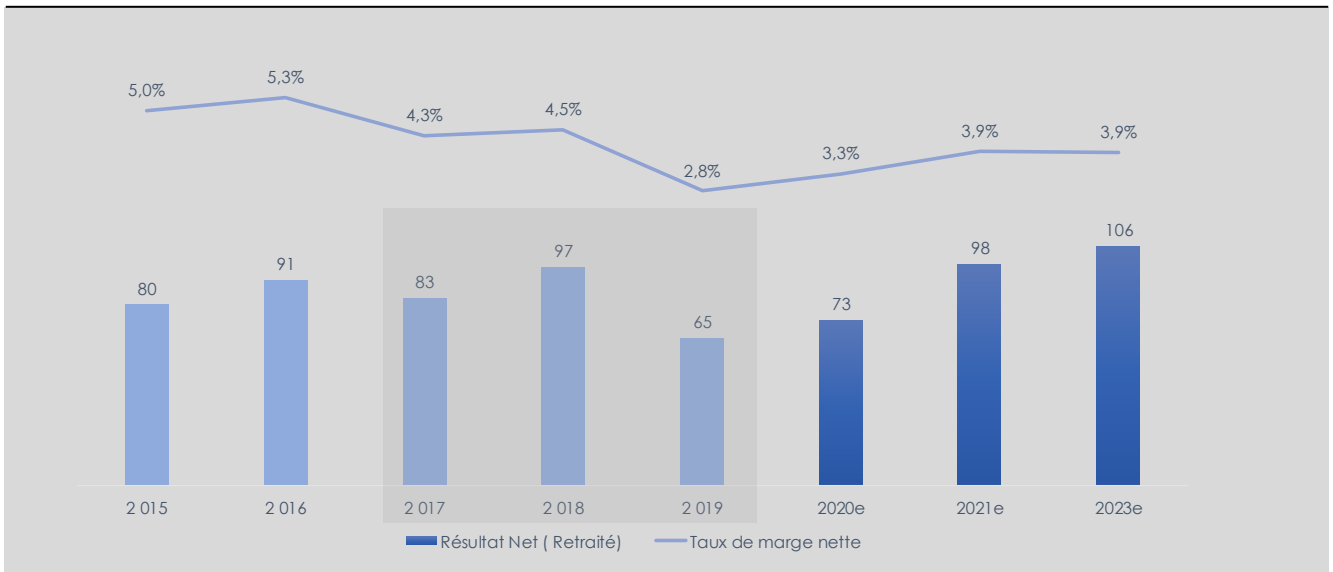
**Graph 16. Ratio de couverture des frais financiers**



Source : PGH, MAC SA

Malgré la croissance réalisée au niveau des revenus et du résultat d'exploitation sur la période 2015-2019 et l'amélioration de ses niveaux de marge d'exploitation (10.4% en 2019 vs 8.7% en 2015), le groupe n'a pas pu améliorer sensiblement ses niveaux de marge nette, qui reste rongés par les charges liées à la structure financière du groupe. Hors éléments exceptionnels relatifs à la cession de sa participation dans Magasin Général opérée sur les exercices 2017, 2018 et 2019, le taux de la marge nette a varié de 5% en 2015 à 2.8% en 2019 ( retraité) après avoir atteint un pic de 5.3% en 2016.

**Graph 17. Evolution du résultat net PG ( Mdt)**



Source : PGH, Estimations MAC SA

**En conclusion, PGH reste un mastodonte de l'économie et de la bourse tunisienne, et présente encore un profil de croissance vu les investissements réalisés ces dernières années mais aussi ceux en cours qui généreront une forte valeur ajoutée et offriront, ainsi, un potentiel d'amélioration des marges opérationnelles assez régulier. Si nos prévisions de croissance peuvent sembler optimistes, il est selon nous utile de préciser que celle-ci sont en ligne avec les réalisations passées ( une croissance top-line prévisionnelle ( 2019-2023e) de 8% vs 9.4% depuis 2015) et un potentiel de croissance du résultat d'exploitation de 11.4% vs 14.4% depuis 2015) et qu' il est possible que le groupe surperforme nos prévisions si l'activité en Libye reprenne. Avec (i) une stratégie orientée vers l'innovation, (ii) un investissement massif pour le développement et (iii) une diversification forte lui permettant de s'adapter à la demande, PGH regroupe selon nous tous les ingrédients pour continuer à être l'une des sociétés cotées les plus fondamentalement solides de la place.**

## Valorisation et Opinion

Nous valorisons PGH par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs ( DCF). Nous nous basons pour notre valorisation sur un WACC de 8.9%.

Notre valorisation par la méthode DCF de PGH fait ressortir **un cours cible de 15.1 DT par action**, soit un potentiel de hausse de 28.3%, d'où notre recommandation d'**ACHETER** le titre.

### Valorisation de PGH par la méthode DCF

en Mdt	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
EBIT	239,6	209,4	269,5	302,7	358,9
-taux d'imposition sur EBIT	59,9	31,4	40,4	45,4	53,8
= NOPAT	179,7	178,0	229,0	257,3	305,1
+Dotation aux amortissement	145,5	167,2	177,6	187,6	195,6
-Capex	226,3	196,0	250,0	250,0	250,0
-Variation du BFR	1,2	41,1	- 115,5	- 77,5	- 85,9
<b>=FCFF</b>	<b>97,8</b>	<b>108,2</b>	<b>272,1</b>	<b>272,5</b>	<b>336,6</b>
<b>FCFF Actualisés</b>		<b>99,4</b>	<b>229,6</b>	<b>211,2</b>	<b>239,7</b>
<b>Valeur Terminale Actualisée</b>					<b>3 231</b>
<b>Valeur d'Entreprise</b>	<b>4 010,5</b>				
-dette nette en 2019	1 466,6				
-intérêts des minoritaires	17,0				
+immobilisation Financières	198,8				
<b>=Valeur des fonds propres</b>	<b>2 725,8</b>				
Nombre d'actions émises	180 003 600				
<b>Valeur par action ( en Dt)</b>	<b>15,1</b>				
Cours Actuel ( en Dt )	11,8				
<b>Potentiel de hausse</b>	<b>28,3%</b>				

Source : Estimations MAC SA

Avec un cours cible de 15.1 Dt par action, PGH traiterait à des multiples **induits** de P/E de 27.8x en 2021<sup>E</sup> et un multiple EV/EBITDA de 7.6x. PGH présente intrinsèquement un potentiel d'appréciation intéressant et nous sommes confortés dans notre opinion positive sur le titre par les éléments suivants :

- Un potentiel de croissance provenant des nouveaux investissements matériels réalisés (nouvelles briqueteries, carreaux céramiques, ciment colle, etc...) à forte valeur ajoutée avec une capacité, qui n'est plus à démontrer, d'améliorer ses marges d'année en année ;
- Un potentiel de croissance non inclus dans nos prévisions provenant des activités en Libye notamment en termes de marge ;
- Une forte capacité à générer des cash-flows positifs permettant au groupe d'augmenter son dividende d'année en année ;
- La nouvelle orientation vers des prises de participations dans des secteurs et/ou sociétés solides, pérennes et qui génèrent des bénéfices récurrents (SFBT, SITS, Tunisie Leasing et Factoring, etc...) , qui lui génèrent des revenus récurrents de nature à atténuer le poids de la charge financière de la dette mais aussi pour se constituer un patrimoine, créateur de valeur à terme.
- Un niveau de P/E actuel en ligne avec les comparables de la région MENA, et des multiples de CA et d'EBITDA 2020 et 2021<sup>E</sup> nettement inférieurs.



**Présentation des principaux comparables de PGH en région MENA**

Société	Capitalisation Boursière ( M USD)	P/E		EV/CA		EV/EBITDA	
		2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Aamal Company Q.P.S.C.	1 782,3	52,6	20,6	5,3	4,6	21,7	20,3
Industries Qatar Q.P.S.C.	19 641,6	36,2	26,0	8,5	7,9	20,2	19,5
Abdullah Al-Othaim Markets Company	3 105,4	26,1	26,4	1,5	1,4	14,7	15,2
Almarai Company	13 919,3	26,4	26,2	4,2	4,1	13,6	14,9
Savola Group Company	5 492,6	22,6	19,8	1,5	1,5	11,2	13,4
Dubai Investments PJSC	1 887,0	19,9	10,9	4,6	4,6	15,9	12,5
<b>Poulima Group Holding</b>	<b>734,9</b>	<b>29,1</b>	<b>27,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>9,0</b>	<b>7,6</b>
<b>Médiane ( Hors PGH)</b>	<b>4 299,0</b>	<b>26,3</b>	<b>23,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>15,3</b>	<b>15,1</b>

Source : Capital IQ, MAC SA

**MAC SA- Intermédiaire en Bourse**

Green Center, Rue du Lac Constance

1053- Les Berges du Lac – Tunisie

Tél : + 216 71 964 102

Fax : + 216 71 960 903

Email : macsa@macsa.com.tn

Web : www.macsa.com.tn

**Département Recherches****Salma Zammit Hichri**

Chef du département

salma@macsa.com.tn

**Ahmed Ibrahim Cherif**

Analyste Senior

ibrahim @macsa.com.tn

**Informations importantes**

Les droits attachés à ce document sont réservés exclusivement à MAC SA. De ce fait, ce document ne peut en aucun cas être copié, photocopié, dupliqué en partie ou en totalité, sans l'accord exprès écrit de MAC SA. Ce document ne peut être distribué que par MAC SA. Ce Document est confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable de MAC SA. Si vous recevez ce document par erreur, merci de le détruire et de le signaler immédiatement l'expéditeur.

Ce document est communiqué à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement. Il est destiné à être diffusé indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier.

Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document est fondé sur des informations publiques soigneusement sélectionnées. Cependant, MAC SA ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. De Plus les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par MAC SA à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. MAC SA se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Plus généralement, MAC SA, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que ses directeurs, administrateurs, associés, agents représentants ou salariés rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis, ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de MAC SA.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

MAC SA ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.