



مجموعة بولين القابضة  
POULINA GROUP HOLDING

SA au capital de 150 000 000 dinars divisé en 150 000 000 actions de valeur nominale 1 dinar entièrement libérées

Siège Social : GP 1 Km 12 Ezzahra, Tunis - Tunisie  
Tel.: (00 216) 71 45 45 45 - Fax : (00 216) 71 45 21 89  
contact@poulinagroupholding.com  
www.poulinagroupholding.com

## ANALYSE FINANCIERE



**Tunisie Valeurs**

BIEN PLACÉE POUR MIEUX PLACER

Membre d' **INTEGRA**  
PARTNER

1 - Modalités de l'offre

2 - Présentation du groupe

- Historique
- Actionnariat
- Organigramme
- Secteurs d'activité

3 - Eléments financiers historiques de PGH

4 - Perspectives d'avenir de PGH

- Investissements prévisionnels
- Chiffres prévisionnels

5 - Evaluation

## I- MODALITES DE L'OFFRE

### • Caractéristiques

L'introduction de PGH se fera à travers une augmentation de capital, portant sur 16 670 000 actions, soit 10% du capital après augmentation.

### • Modes

L'opération sera effectuée au moyen de :

- Un Placement Garanti auprès d'institutionnels étrangers non résidents et de directeurs du Groupe Poulina de 9 344 470 actions (56% de l'offre) dont 1 176 470 actions réservées aux directeurs du Groupe Poulina
- Une Offre à Prix Ferme (OPF) portant sur 7 325 530 actions (44% de l'offre) répartie comme suit:

Catégorie	Définition	Nombre d'actions	Répartition en % de l'OPF
Catégorie A	Demandes réservées aux personnes physiques et morales tunisiennes et aux institutionnels tunisiens autres que les OPCVM (SICAV et FCP) désirant acquérir entre 33 601 actions (0.2MDt) et 833 500 actions (4.96MDt)	4 132 000	56.41%
Catégorie B	Demandes réservées aux personnes physiques et morales Tunisiennes, désirant acquérir entre 8 401 actions (0.05MDt) et 33 600 actions (0.2MDt)	1 681 000	22.95%
Catégorie C	Demandes réservées aux personnes physiques tunisiennes désirant acquérir entre 1 681 actions (0.01MDt) et 8 400 actions (0.05MDt)	504 000	6.88%
Catégorie D	Demandes réservées aux personnes physiques tunisiennes désirant acquérir entre 30 actions (179Dt) et 1 680 actions (10 000Dt)	336 000	4.59%
Catégorie E	Demandes réservées aux OPCVM (SICAV et FCP) désirant acquérir entre 8 400 actions (0.05MDt) et 672 530 actions (4MDt)	672 530	9.18%
<b>Total</b>		<b>7 325 530</b>	<b>100%</b>

En parallèle à cette offre, les actionnaires de référence de PGH ont décidé de céder une partie de leurs actions aux salariés du Groupe qui seront placées en comptes CEA. Cette cession portera sur 478 505 actions représentant, au prix de 5,355 dinars l'action, soit une décote de 10% par rapport au prix de l'OPF.

**Jouissance** : 1er janvier 2008  
**Période de souscription** : du 24 juillet au 6 août 2008 inclus



## II - PRESENTATION DU GROUPE

Issue de l'initiative de M. Abdelwaheb Ben Ayed et cinq autres associés tunisiens, le Groupe a vu le jour le 14 juillet 1967 avec la création d'une première société d'élevage avicole dénommée « Poulina ».

Durant la première décennie d'exploitation, la société a fortement diversifié ses produits pour se repositionner non plus comme une entité de production avicole mais comme une entreprise offrant aux éleveurs tous les services et fournitures d'élevage nécessaires (matériel avicole, poussins d'un jour, aliments etc ...).

Dans la même logique de diversification, et afin de palier à l'étroitesse du marché local, la société s'est développée dans des secteurs plus industrialisés (ouverture de points de ventes de proximité spécialisés dans les produits avicoles, développement d'une chaîne de pâtisserie). Vers la fin des années 1980, une nouvelle phase de diversification a été entamée, développant plusieurs nouveaux produits : surgelés, pots d'échappement, réfrigérateurs, chaînes de restauration rapide, produits en plastique, bois, céramique...

Après plus de 40 ans de croissance, le groupe est devenu un conglomérat de sociétés, ce qui l'a amené à engager dès 2005 une réorganisation en 5 pôles d'activité pour lesquels un travail de consolidation des comptes a été entamé.

Enfin, en 2008, le groupe a décidé de s'introduire en Bourse. Cette décision s'est accompagnée par un grand chantier de restructuration ayant pour but de réorganiser le groupe en Holding de tête tout en regroupant les filiales en pôles d'activités homogènes.

Ainsi, à la date d'introduction, PGH se présente comme le regroupement de 71 filiales (dont 15 à l'étranger) opérant dans 6 différentes branches d'activité :

- Aviculture
- Agro-alimentaire et Services
- Industrie (bois, métallurgie, électroménager)
- Céramique
- Emballage
- Immobilier

La décision de restructurer le « Groupe Poulina » en Holding et de l'introduire en Bourse a été prise par les fondateurs pour répondre à certaines exigences :

- Transmission d'entreprise.
- Consolidation de la croissance et financement de l'expansion régionale (financer les investissements en Libye, en Algérie et au Maroc)
- Renforcement de la notoriété du groupe à l'échelle nationale et internationale

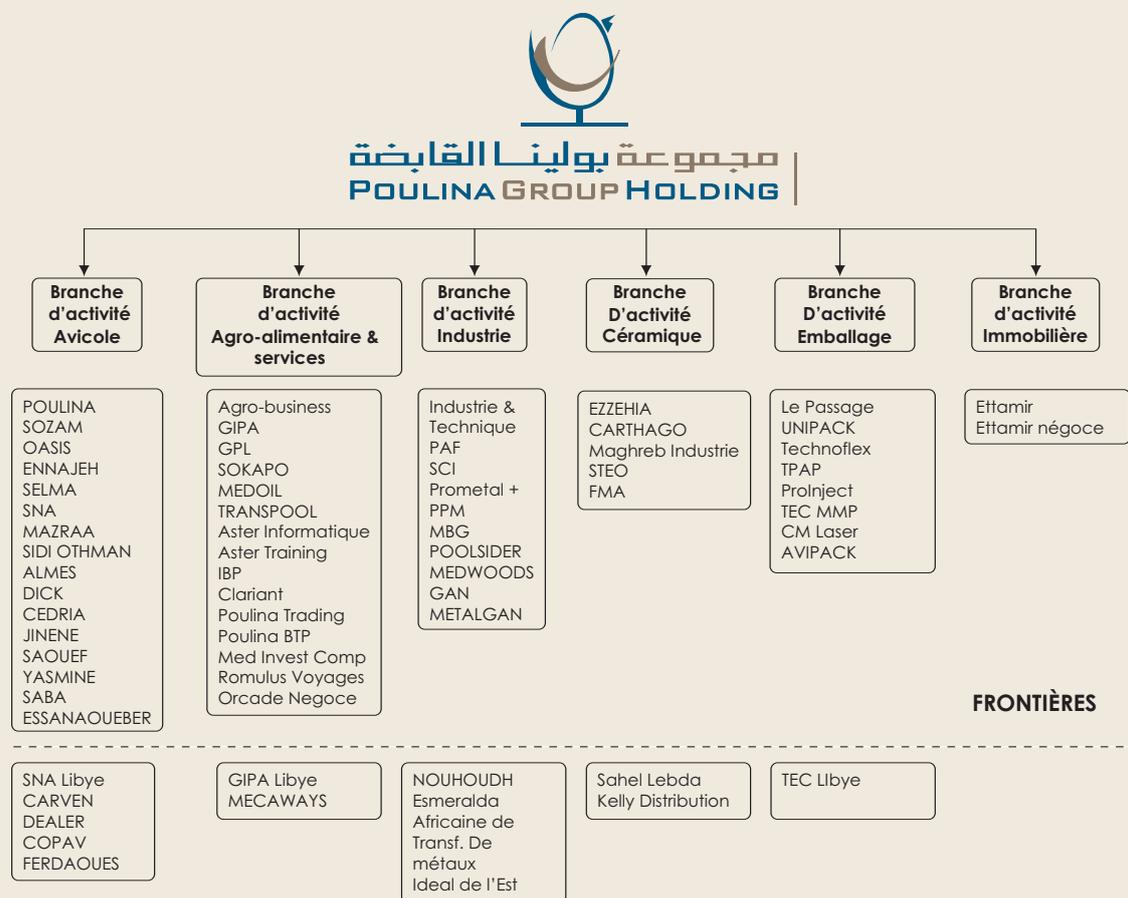
### Actionnariat du groupe avant Introduction

	% Détention
Famille Abdelwaheb BEN AYED	40.0%
Famille BOUZGUENDA	22.3%
Famille BOURICHA	20.6%
Famille Taoufik BEN AYED	5.7%
Héritiers Mohsen KALLEL	5.4%
Famille Hédi BRINI	1.9%
Autres actionnaires	4.1%
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>

### Actionnariat du groupe après Introduction

	% Détention
Famille Abdelwaheb BEN AYED	35.9%
Famille BOUZGUENDA	20.0%
Famille BOURICHA	18.5%
Famille Taoufik BEN AYED	5.2%
Héritiers Mohsen KALLEL	4.8%
Famille Hédi BRINI	1.7%
Autres actionnaires	3.7%
Public	10.3%
Dont : Institutionnels étrangers	4.9%
Cadres POULINA	0.71%
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>

## Organigramme de PGH



### III – SECTEURS D'ACTIVITE DE PGH

#### 1- Secteur avicole

Le secteur avicole assure l'approvisionnement du pays en viandes à hauteur de 50% du total des viandes (contre 36% en 1994) ainsi que la totalité des besoins en oeufs de consommation. Par ailleurs, et bien que les prix des produits avicoles soient très bon marché, ce secteur représente environ 25 % de la valeur de l'élevage et 8 % des productions agricoles en 2006.

#### ♦ Le marché des viandes de volaille

À la fin de l'année 2006, la production totale de viande avicole s'est élevée à plus de 130 000 tonnes. Le marché de la viande blanche constitue la source protéinique la moins coûteuse est, de ce fait un élément essentiel dans l'alimentation d'une large couche de la population tunisienne (45% de la consommation nationale de viande). La viande de poulet de chair (standard, certifié et label rouge) représente à elle seule 62% des viandes avicoles.

Pour ce qui est de la viande de dinde, celle-ci connaît un essor considérable depuis vingt ans et représente environ 26% des viandes avicoles.

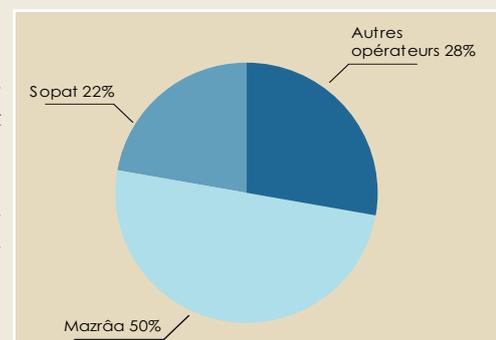


Enfin, les autres viandes, environ 12% des viandes avicoles, proviennent des élevages de poules pondeuses ou de reproductrices de réforme (chair, ponte et dinde) ainsi que des élevages de poules de basse-cour.

• **Principaux intervenants sur le marché tunisien**

Malgré l'instauration d'un cahier de charges régissant la vente de volaille vivante, les petits artisans occupent 65% de la commercialisation des produits avicoles. Le reliquat du marché est divisé entre quelques grands opérateurs structurés, dont Mazrâa est le leader

Par ailleurs, le groupe est spécialisé dans la production de l'alimentation animale. Cette activité est exercée principalement par ses deux filiales : SNA et ALMES, qui détiennent ensemble 27% du marché.



**2- Secteur agro-alimentaire & Services**

• **La filière des produits laitiers**

La Tunisie, qui compte 12 centrales laitières, est autosuffisante en lait frais depuis la fin des années 90 (production de 970 millions de litres en 2006) mais, importe toujours du lait en poudre.

La production de yaourts est assurée par 9 entreprises à partir de lait frais, et a fortement augmenté dans les années 90. Cette activité tend à se diversifier avec le développement des desserts lactés (yaourt aux fruits, yaourt à boire, crème dessert). DELICE DANONE du groupe français DANONE, est le leader sur le marché des yaourts et desserts lactés en Tunisie.

• **La filière des Glaces**

Le marché des crèmes glacées est détenu en Tunisie par deux grandes entreprises (Selja et Nestlé) qui se partagent le marché. Le marché de crèmes glacées est très concurrentiel, d'où de fortes tensions sur les prix.

Le marché des crèmes glacées s'est développé à un rythme annuel moyen de 3% par an durant les cinq dernières années. Les importations sont faibles (35 tonnes par an) et les crèmes glacées importées sont relativement chères par rapport aux produits locaux.

Les exportations de crèmes glacées s'élèvent en moyenne à 475 tonnes/an et sont essentiellement effectuées par la société GIPA vers le marché libyen.

• **La filière de la margarine et des graisses végétales**

En 2006, la production de ce secteur a atteint 58.5 mille tonnes, enregistrant une croissance annuelle de plus de 10%. Le secteur est principalement contrôlé par deux entreprises : GIAS du groupe SLAMA et ALMES du groupe POULINA, ce dernier détenant 64% du marché.

Le groupe POULINA est présent dans les différentes filières décrites ci-dessus. La répartition du chiffre d'affaires du pôle agro-alimentaire se présente comme suit :

Produit	% du CA de l'activité en 2007
Yaourt & Desserts	36%
Glaces	31%
Lait et Dérivés	12%
Pâtisserie	8%
Jus	4%
Autres	9%

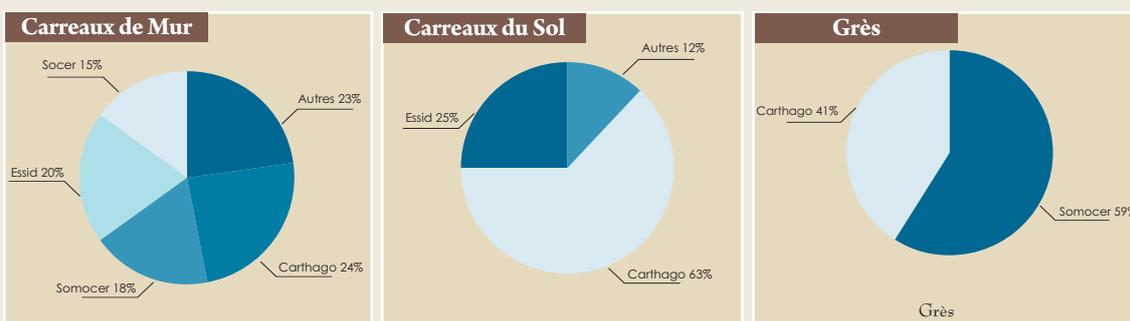
### 3- Secteur de la céramique

Le secteur de la céramique connaît depuis le début des années 2000, une véritable mutation grâce à l'introduction d'un nouveau produit : « le grès ». Ce produit connaît un franc succès dans le pays et permet de faire gagner des parts de marché aux revêtements de sols en céramique aux dépens des revêtements concurrents (carreaux de ciment blanc/mosaïque ; le marbre).

Sur les quatre dernières années, la production de grès a progressé en moyenne de 17% par an (atteignant 60MDt en 2007) et la consommation de 21% par an (33MDt en 2007).

L'engouement pour le grès, ajouté à une croissance notable des carreaux de mur (+9% annuellement), a propulsé les ventes de carreaux céramiques et notamment celles des constructions résidentielles représentant désormais 80% du total des ventes. Le reliquat est réparti comme suit : 15% constructions commerciales et 5% constructions industrielles.

Malgré la croissance du secteur, ce dernier reste concentré autour des acteurs suivants :



PGH compte 7 sociétés dans sa branche d'activité céramique dont 2 opérant sur les marchés voisins (Sahel Lebda en Libye et Ideal Ceramic en Algérie).

Sur le marché local, Carthago est leader dans son secteur avec 24% de part de marché dans les carreaux de mur, 63% dans les carreaux de sol et 41% dans le grès.

Grâce au succès de ses produits, la société exporte plus de 20% de sa production vers une trentaine de pays, notamment la France, les pays d'Afrique de l'Ouest, le Maghreb et les pays du Golfe.

En plus de la céramique, PGH détient des sociétés spécialisées dans l'étude et la production d'équipement de briqueterie (Maghreb Industrie et FMA).

### 4- Secteur Industriel

#### 4.1. La filière du bois

En Tunisie, le secteur du bois et de l'ameublement compte environ 400 entreprises mais reste majoritairement dominé par les petites et micro entreprises indépendantes dont le nombre représente 80% du marché. Sur les 400 sociétés « structurées », seules une dizaine d'entreprises sont de grandes tailles, relativement spécialisées, emploient plus de 100 personnes et écoulent leurs produits via des revendeurs franchisés.

Les débouchés du bois sont principalement l'ameublement (meubles d'intérieur, salons, meubles de cuisine, meubles de bureaux et meubles pour collectivités) et le bâtiment.

La branche ameublement représente environ 60% de l'industrie et est majoritairement alimentée par la demande des ménages. La filière connaît la montée en puissance du MDF 'Medium Density Fiberboard' (panneau dérivé du bois), matériau qui investit de façon exponentielle l'habitat moderne.

Quant à la branche bâtiment, elle a pour principaux débouchés les secteurs de la construction (BTP) et l'industrie et fait face à une concurrence de plus en plus importante des produits de substitution – PVC et aluminium.

#### 4.1. La filière de l'acier

L'industrie de la métallurgie recouvre une panoplie d'activités : l'extraction de minerais, le recyclage de métaux et la fonderie, la fabrication de produits bruts par les laminoirs, la fabrication de produits semi-finis, la fabrication de matériels et de produits finis pour l'industrie, le bâtiment et le transport.



À l'instar des autres minerais, le prix de l'acier est caractérisé par une tendance haussière ces deux dernières années (+70% entre 2006 et fin 2007) propulsé par la forte demande mondiale (1350 millions de tonnes en 2007 contre 1249 millions en 2006). Cette frénésie a été en grande partie alimentée par la demande de la Chine - qui a totalisé 30% de la demande mondiale - ainsi que par l'industrialisation croissante des pays émergents (Inde, Turquie).

#### 4.1. La filière de l'électroménager

Les industries électrique, électronique, et électroménagers ont connu une croissance remarquable tant sur le marché local, où elles ont enregistré 15% de croissance sur les cinq dernières années, que sur les marchés de l'export où le taux de croissance annuel a avoisiné les 20% sur la même période.

Le marché de l'équipement électroménager comporte les traditionnels produits blancs (cuisinière, réfrigérateur et machine à laver), auxquels il convient d'ajouter le téléviseur couleur et les climatiseurs, ces derniers étant apparus récemment, et représentent désormais le symbole du confort des ménages de la classe moyenne.

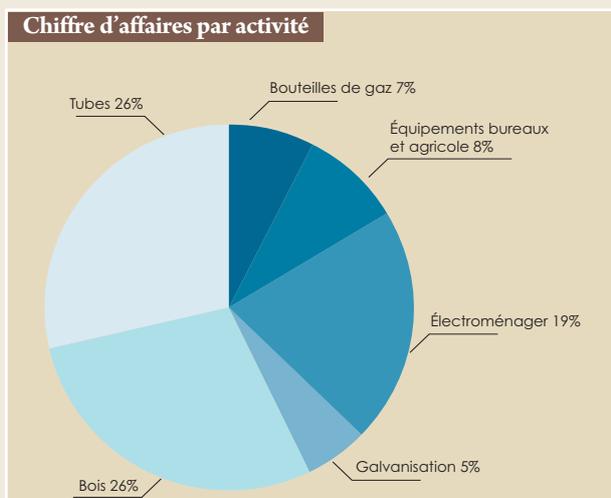
Le groupe PGH est présent dans les différents métiers industriels présentés ci-dessus. La répartition du CA se présente comme suit

Dans le secteur du bois, seule la société GAN-STIBOIS produit du MDF en Tunisie. La société détient 60% du marché et le reste de la demande est comblé par les importations (en provenance d'Europe).

Dans le secteur de la production de tubes soudés, la société PAF est leader avec 60% de part de marché.

Enfin, pour ce qui est de l'activité électroménager, GAN fabrique et commercialise, sous la marque MONT BLANC, de l'électroménager domestique (réfrigérateurs, cuisinières, et machine à laver) et industriels : congélateurs, mini bars, réfrigérateurs.

Malgré une concurrence très rude, PGH maintient sa position de leader du marché avec près de 40% de part de marché. Les principaux concurrents de la marque Mont Blanc sont : ARCELIK, ABS, MAXWELL, THOMSON, BRANDT, LG et HAIER



#### 5- Secteur de l'emballage

Depuis une dizaine d'années, le secteur de l'emballage connaît une croissance remarquable favorisée par le développement du secteur industriel qui génère des besoins croissants en matière d'emballage.

Il existe cinq matériaux de base pour la fabrication des emballages : le papier, le plastique, le verre, le métal et le bois (palettes)

À l'intérieur même d'une même catégorie, il existe une vaste gamme de types d'emballage. Les emballages à base de papier, par exemple, incluent les emballages de carton-caisse, de carton-boîte et de sacs de papier kraft, mais également les enveloppes et les étiquettes.

Le papier et le carton détiennent le plus gros du marché de l'emballage avec 46% de la production nationale. Ces emballages sont utilisés dans diverses industries : agroalimentaire, chimie, pharmaceutique, cosmétique, produits ménagers ...

La croissance moyenne de ce marché a été de l'ordre de 5% depuis 2002 consolidée par les changements enregistrés dans le mode de vie des tunisiens et la prise de conscience par les industriels tunisiens de l'impact des actions marketing dans le choix des consommateurs.

Au sein de PGH, la filière emballage regroupe plusieurs sociétés spécialisées dans divers métiers tels que les activités d'imprimerie, de transformation de carton et de papier, de l'alvéole, le polystyrène, le film étiré et l'impression sur film plastique, les emballages alimentaires, et les boîtes en cartons.

La société UNIPACK est leader avec 30% de part de marché dans les segments carton ondulé et carton compact.

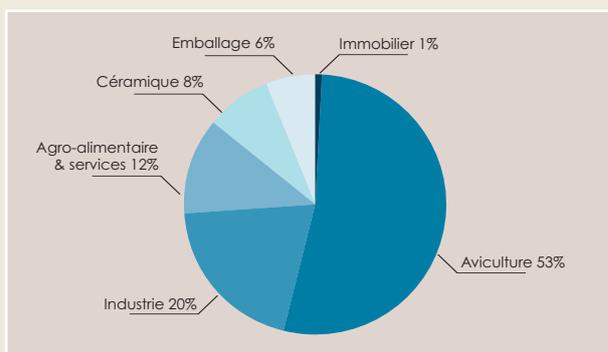
#### IV- ELEMENTS FINANCIERS HISTORIQUES

	2006	2007	Variation
Capitaux Propres	186.3	227.2	+22%
Immobilisations nettes	293.6	336.2	+14.5%
Chiffre d'affaires	658.5	823.0	+25.0%
Résultat d'exploitation	59.4	71.9	+21.2%
Résultat net	49	52.4	+8.4%

sur la base des états financiers consolidés proforma 2006-2007

- Un CA consolidé de 823MDt, en hausse de 25% par rapport à 2006
- Évolution positive des revenus de l'ensemble des filières, à l'exception de l'immobilier
- Croissance soutenue des revenus grâce au bon dynamisme du pôle avicole en 2007 (+36% à 452MDt)
- Plus de 50% du CA est réalisé par le pôle avicole (activité historique et métier de base du groupe)
- Une hausse de 21% du résultat d'exploitation qui passe de 59.4MDt à 71.9MDt.
- Pression sur les marges dans le secteur industriel et agroalimentaire du fait du renchérissement des matières premières (acier, zinc, plastic ...) et alimentaires, mais maintien relatif des marges grâce à l'amélioration de la productivité et au contrôle des charges opérationnelles
- Une modeste progression du résultat net (+8%) du fait que le bénéfice de 2006 a été amélioré par une plus value exceptionnelle (11MDt de plus value sur une cession au niveau du pôle emballage).

#### Structure du CA consolidé en 2007



#### V- PERSPECTIVES D'AVENIR

##### 1- Stratégie du Groupe

En dehors des investissements déjà engagés, PGH continuera d'étudier des opportunités de croissance aussi bien sur le marché local qu'à l'étranger.

Le groupe a, jusque là, fait preuve d'une grande réactivité face aux opportunités d'investissement : création de nouvelles entités, contrôle de firmes déjà existantes, joint ventures avec des partenaires solides ...

Cette stratégie de prospection dynamique sera maintenue dans les années à venir afin de permettre au groupe d'assurer une croissance stable et durable.

La poursuite de l'intégration et le développement de synergies entre les pôles d'activités seront également parmi les principaux objectifs de PGH.

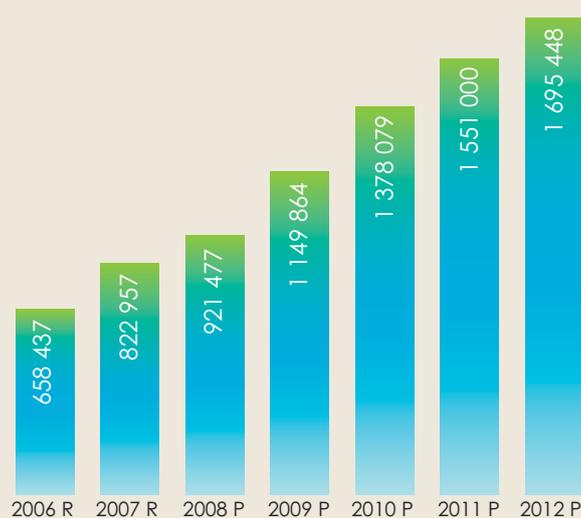


## 2- Investissements futurs

Secteur	Principaux projets 2008-2012	Localisation	Coût (MDt)	CA additionnel prévisionnel 2008-2012 (MDt)
Avicole	3 usines de production d'aliments composés	Tunisie & Libye	91.4	289.6
Agroalimentaire &				
Services	Unité de raffinage et de conditionnement d'huile; société agroalimentaire en Libye	Tunisie & Libye	116.7	101.5
Industrie	Usine de production d'électroménager sous la marque MERLONI, unité de fabrication de panneaux MDF, aciérie en Algérie	Tunisie & Algérie	142.3	303.7
Céramique	2 lignes de grès cérame, 2 unités de revêtement mural, 2 unités de production de brique	Tunisie, Algérie & Libye	143.4	433.7
Emballage	Acquisition d'une chaîne de production de papier pour le carton ondulé	Tunisie	47.3	123.1
<b>Total</b>			<b>541.1</b>	<b>1 251.6</b>

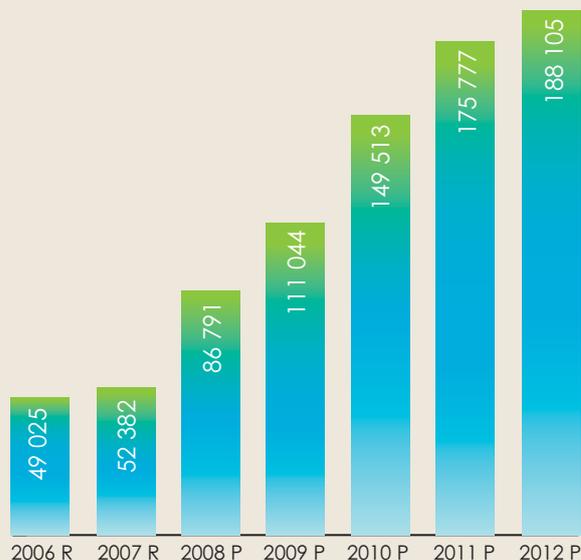
Le groupe envisage d'investir plus de 540MDt sur la période 2008-2012, au niveau de ses différents pôles d'activité. Les investissements seront réalisés aussi bien sur le marché local que sur les marchés voisins et devraient générer plus 1.2 milliards de dinars de CA sur la période.

### Evolution future du chiffre d'affaires consolidé de PGH: (milliers de dinars)



- Un CA global qui dépasse 1 milliard de dinars dès 2009
- Un TCAM 2008-2012 de 16.5% qui s'explique par les retombées des nouveaux investissements (pôles de la céramique et de l'industrie)
- Le poids de l'activité avicole décline en faveur de l'industrie (céramique, métallurgie et emballage)

### Evolution des résultats nets consolidés de PGH (milliers de dinars)



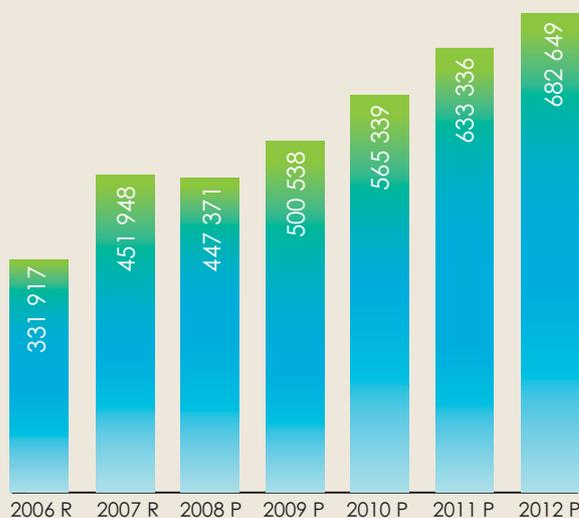
- Le résultat net part du groupe devrait passer de 52.3MDt en 2007 à 86.7MDt, soit une progression de 66%.
- Cette évolution tient compte de produits financiers exceptionnels : 14MDt de plus value provenant sur la cession de titres 'LA PAIX'. Retraité de cet élément, le bénéfice du groupe devrait être de 72.8MDt en 2008, soit une hausse de 39% par rapport à 2007. Cette évolution s'explique par :
- L'amélioration de la marge brute qui passe de 30% en 2007 à 32% en 2008. Cette hausse découle des économies d'échelle réalisées au sein du groupe.
- Le contrôle des charges d'exploitation qui progressent moins rapidement que les ventes (+7% contre une hausse de 12% pour le CA).

Les deux facteurs ont entraîné la hausse de 35% du résultat d'exploitation (passant de 71.9MDt à 97.4MDt) et une hausse conséquente du bénéfice net courant.

### EVOLUTIONS AU NIVEAU DES DIFFERENTS POLES D'ACTIVITE

#### Branche d'activité avicole

#### Evolution du chiffre d'affaires consolidé du pôle avicole (milliers de dinars)





**Evolution du résultat d'exploitation et du résultat net consolidés du pôle avicole (milliers de dinars)**



Le résultat net de cette activité va avoir une croissance de l'ordre de 3% sur la période. Une augmentation beaucoup plus importante sera enregistrée en 2008 (+45%) en raison d'une plus value exceptionnelle (10.2MDt) réalisée sur la vente de titres 'LA PAIX'.

Ce pôle historique du groupe réalisera au cours de la période des investissements de maintien. Sa croissance sera parfaitement en ligne avec son historique. Cependant, sa contribution aux revenus du groupe devrait baisser au cours des années à venir au profit des autres industries.

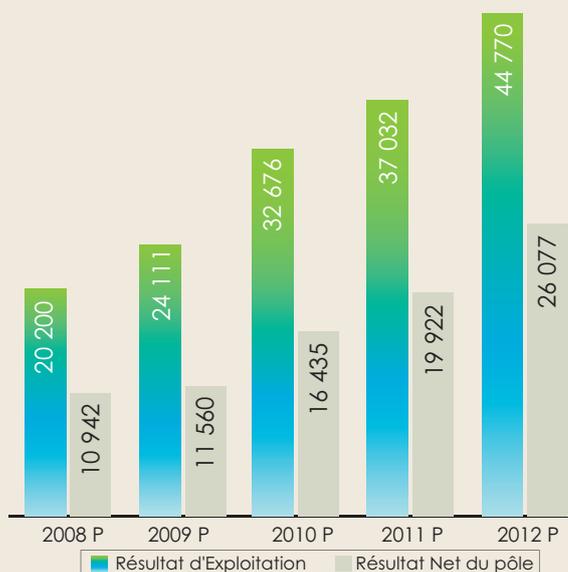
Les avantages concurrentiels (meilleure situation financière que ses pairs et meilleure compétitivité rapport qualité/prix) devraient permettre à Poulina de garder ou même améliorer sa part de marché tout en maintenant ses marges.

**Branche d'activité industrielle**

**Evolution du chiffre d'affaires consolidé du pôle industriel (milliers de dinars)**



*Evolution du résultat d'exploitation et du résultat net consolidés du pôle industriel (milliers de dinars)*



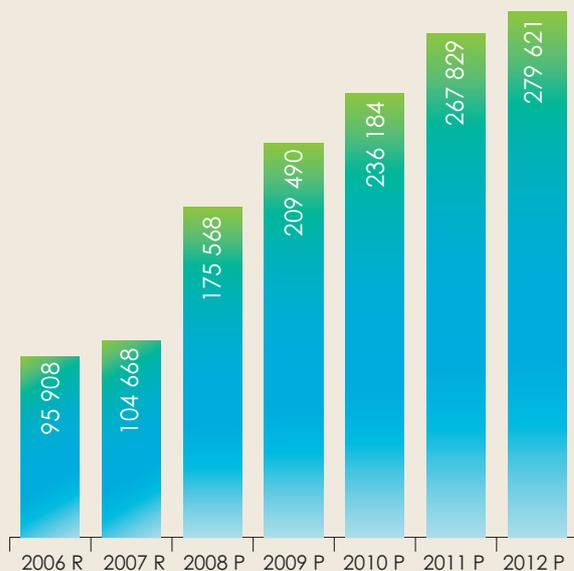
L'évolution des bénéfices au niveau de ce pôle sur la période 2008-2012 devrait être de l'ordre de 24% sur la période portée essentiellement par une croissance du chiffre d'affaire de 20%.

Cette évolution s'explique principalement par l'entrée en activité de nouveaux investissements qui portent sur un total de 142.3MDt et qui devraient générer un chiffre d'affaires additionnel de 125MDt en 2012. Ainsi, le Chiffre d'affaires à l'issue de 2012 devrait être aux alentours des 400MDt.

La progression du chiffre d'affaires combinée à la stabilité des charges d'exploitation générales et au contrôle de la charge du personnel devrait garder la marge nette du pôle plus au moins stable aux alentours de 6%.

*Branche d'activité Agroalimentaire*

*Evolution du chiffre d'affaires consolidé du pôle agroalimentaire & services (milliers de dinars)*





**Evolution du résultat d'exploitation et du résultat net consolidés du pôle agroalimentaire et services (milliers de dinars)**

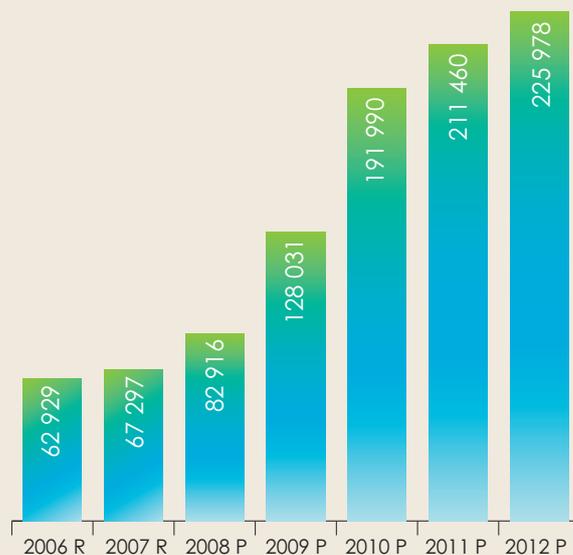


Au niveau de ce pôle, la progression exceptionnelle de 68% constatée dans le CA de 2008 s'explique par le transfert de l'activité ADV d'ALMES (Pôle aviculture) à Medoil (pôle Agrobusiness).

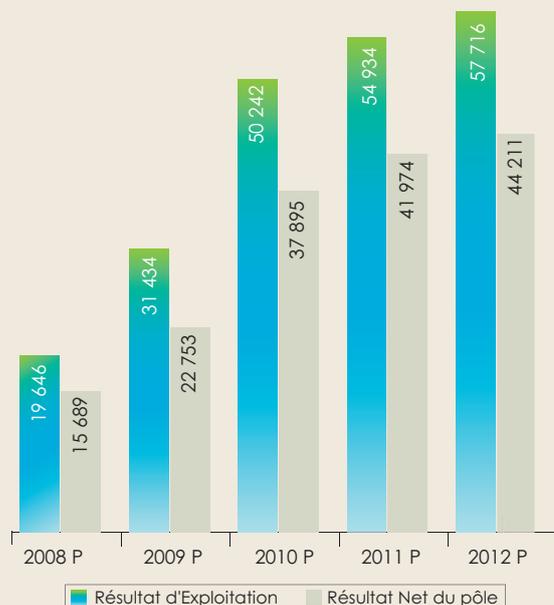
La diversité des activités de ce groupe et l'investissement d'expansion dans le secteur des graisses végétales devrait permettre d'afficher des bénéfices à partir de 2009. Cet effort d'investissement sera accompagné par un contrôle des charges opérationnelles, compensant ainsi la hausse des coûts de matières premières.

**Branche d'activité Céramique**

**Evolution du chiffre d'affaires consolidé du pôle céramique (milliers de dinars)**



**Evolution du résultat d'exploitation et du résultat net consolidés du pôle céramique (milliers de dinars)**



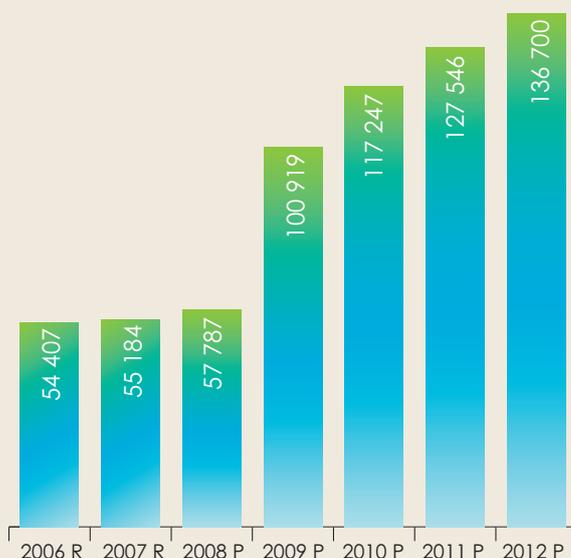
La croissance des bénéfices au niveau de ce pôle est de l'ordre de 30% sur la période, parfaitement corrélée à la croissance du chiffre d'affaire sur la période (+28%)

A noter une amélioration sensible des marges d'exploitation qui passe d'une moyenne de 16% sur les deux dernières années à une marge moyenne de 25% sur la période prévisionnelle. Ceci s'explique principalement par le fait que 36% des investissements additionnels réalisés durant la période 2008-2012 seront alloués à des produits qui génèrent des marges plus importantes.

De plus l'entrée en activité des différents investissements (les deux lignes de grès cérame) devrait pratiquement tripler la capacité de production permettant ainsi à la branche d'activité de réaliser des économies d'échelle importantes.

**Branche d'activité Emballage**

**Evolution du chiffre d'affaires consolidé de la branche emballage (milliers de dinars)**





**Evolution du résultat d'exploitation et du résultat net consolidés de la branche emballage (milliers de dinars)**



La baisse de 67% du résultat net entre 2006 et 2007 s'explique par le fait que l'exercice 2006 a profité d'une plus value exceptionnelle de 11.2MDt suite à la vente d'une activité (papier compact) à un investisseur étranger.

Durant la période 2008-2012, la branche d'activité réalisera une progression annuelle moyenne de 24% de son chiffre d'affaires. La marge nette passera de 6.4% en 2007 à une moyenne de 17% sur la période à venir.

Ces faits saillants s'expliquent par un investissement de 30MDt (société TPAP qui entrera en production fin 2008) dans un secteur vierge et très porteur en Tunisie (le papier ondulé), puisqu'à ce jour, ce type de papier était importé. De plus, la production se fera sur la base d'une technologie de recyclage ce qui devrait maintenir les coûts d'approvisionnement relativement faibles, améliorant par là les niveaux de marges nettes.

**EVALUATION DE PGH**

L'évaluation de PGH a été réalisée par le cabinet AMC Ernst & Young. L'évaluation individuelle des filiales s'est faite selon la méthode des Discounted Cash Flow (DCF). La méthode des multiples boursiers a été à titre indicatif.

Un 3ème modèle 'réserve' a été également développé à titre indicatif

La synthèse des méthodes est la suivante :

Méthode	DCF	Méthode de rentabilité	Valeur retenue
Valorisation	1 170.8	1 100.0	1 135.4

Une décote de Holding et de marché de 21.3% a été appliquée aboutissant à une valeur pre-money de 892.5 millions de dinars, soit un prix unitaire de 5.950Ddt.

**Tunisie Valeurs**

BIEN PLACÉE POUR MIEUX PLACER

Membre d' **INTEGRA**  
R. J. H. E. S. S. E. S.

17, rue de Jérusalem 1002 Tunis

Tel : 216 71 794 822 – Fax : 216 71 795 099

[www.tunisievaleurs.com](http://www.tunisievaleurs.com)