

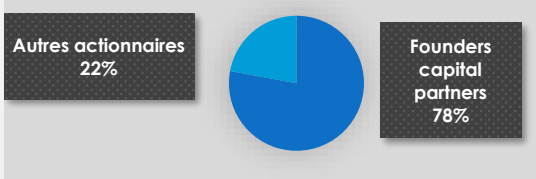
Poulina Group Holding est un conglomérat de premier plan en Tunisie mais aussi au Maghreb, desservant principalement la Tunisie ainsi que d'autres marchés voisins et même subsahariens. Le groupe reste un des plus importants investisseurs nationaux avec plus de 1 000 mdt sur les cinq dernières années servant à maintenir sa position, accroître ses capacités de production, pénétrer de nouveaux marchés et renforcer davantage son niveau d'intégration et se positionner sur les segments à fortes valeurs ajoutées. En plus de ces investissements matériels, PGH déploie, depuis ces dernières années, une politique d'investissement financier et de placements lui permettant de générer des revenus récurrents et de renforcer sa capacité bénéficiaire.

Données Boursières ( 27/07/2022)	2022
Capitalisation Boursière ( Mdt)	<b>1620,0</b>
Cours (Dt)	<b>9,0</b>
+Haut (1 an)	12,48
+Bas (1 an)	8,82
Cours moyen pondéré sur 1 an ( Dt)	<b>11,11</b>
Vol. quotidien moyen sur 1 an (mDt)	<b>0,02</b>

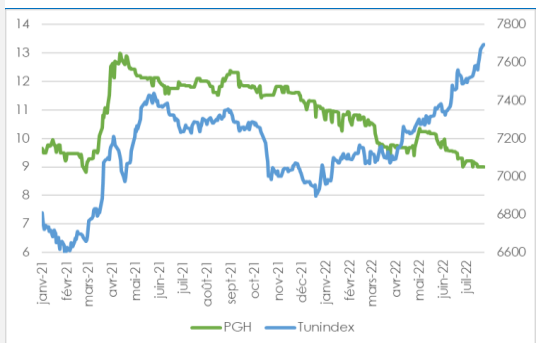
#### Performance Boursière

	YTD	3m	12 m
PGH	<b>-18,50%</b>	<b>-7,10%</b>	<b>-25,02%</b>
Tunindex	<b>9,19%</b>	<b>6,23%</b>	<b>5,99%</b>

#### Actionariat



#### Evolution du cours de bourse



Répartition CA	2020	2021
Agroalimentaire	45,8%	44,0%
Intégration avicole	22,9%	23,5%
Commerce & services	8,9%	8,5%
Matériaux de construction	7,0%	7,3%
Transformation d'acier	5,9%	6,7%
Emballage	6,3%	6,5%
Bois et biens d'équipement	2,7%	2,9%
Immobilier	0,4%	0,7%

	2020	2021	2022P
Revenus	2 293,9	2 882,6	3 262,0
EBITDA	392,8	457,6	467,0
EBIT	238,6	213,8	233,5
RNPG	74,9	93,3	101,1
VE/EBITDA	7,9	6,8	6,6
VE/EBIT	13,0	14,5	13,2
P/E	21,6	17,4	16,0
P/BV	1,8	1,7	1,6
Dividend Yield	3,3%	3,3%	3,3%

#### Points clés

- En 2021, PGH a encore consolidé ses performances commerciales avec des revenus en hausse de 25,7% à 2 883 mdt après la stagnation de 2020. Cette croissance a concerné l'ensemble des métiers du groupe mais ce sont particulièrement les "cores businesses" du groupe qui ont le plus performé à savoir l'agroalimentaire et l'intégration avicole, qui représentent plus des 2/3 du CA du groupe. Par destination, le marché local reste prédominant (86,7%) mais en 2021 la forte croissance de 53,2% des exportations a renforcé leur part dans le CA consolidé représentant désormais 13,3% vs 10,9% en 2020. C'est en effet l'accroissement de 35% des exports de l'agroalimentaire et de 41% de la transformation d'acier qui ont favorisé l'accroissement de l'export. Par ailleurs, le groupe a été pénalisé par la hausse mondiale des prix des matières premières qui ont fait augmenter la facture des achats des MP de 32,5% et qui n'ont pas été répercutés pleinement sur les prix de vente notamment pour l'intégration avicole et l'agroalimentaire ce qui a inéluctablement affecté le niveau de la marge brute qui a baissé de 3,5 points à 33,8%, soit son niveau le plus bas sur les cinq dernières années.

- Connu pour sa parfaite maîtrise des charges opératoires (+11,4% en 2021), le groupe a réussi à réduire l'impact de la baisse du taux de la marge brute et a pu accroître son EBITDA de 16,5% à 457,6 mdt laissant apparaître un taux de marge d'EBITDA de 15,8 % en repli de 1,2 points seulement. Au niveau du bottom line, le résultat net (PG) a affiché une nette croissance de 24,5% à 93,3 mdt favorisé par une nette amélioration du résultat financier. En effet, le groupe PGH déploie une politique d'investissement financier et de placements assez soutenue lui permettant de générer des revenus conséquents et récurrents afin de palier aux fluctuations au niveau de l'exploitation. Le groupe PGH reste un des groupes tunisiens qui investissent le plus soit pour l'extension de capacité ou bien de maintien; Sur les 5 dernières années le Capex du groupe a été en moyenne de 213 mdt, ce qui explique par ailleurs le niveau d'endettement du groupe qui affiche un gearing de 150,1% en 2021 en baisse continue depuis 2017 grâce au renforcement des fonds propres ( TCAM 17-21 de 6,5%) et des liquidités disponibles (TCAM 17-21 de 12,7%) alors que l'endettement financier évolue à une moyenne de 5% sur la même période. A signaler également que l'EBITDA permet de rembourser les dettes nettes au bout d'une période inférieure à 4 ans, un point fort rassurant, vu que les délais de remboursement des CMT sont nettement supérieurs.

- En 2022, la croissance s'est poursuivie avec un CA semestriel de 1 941 mdt en hausse de 16,4% favorisé principalement par le marché local et qui a concerné l'ensemble des métiers du groupe. Cette évolution à deux chiffres confirme bien la reprise entamée par le groupe à partir de 2021 aussi bien sur le marché local qu'export. Sur l'année pleine, le management reste confiant et prévoit un CA annuel en hausse de 13,2% par rapport à 2021 mais c'est au niveau des charges et notamment les prix des matières premières que les choses se resserrent avec un EBITDA estimé à 467 mdt en légère progression de 2%. Au niveau du bottom line, nous estimons un RNPG qui dépasserait le seuil de 100mdt à 101,1mdt en hausse de 8,4% favorisé par les revenus de placement.

**Opinion et recommandation** : PGH reste un mastodonte de l'économie tunisienne en termes de revenus, de bénéfices, d'investissement, d'effectif etc... avec une stratégie de développement bien ancrée et orientée vers la croissance, la diversification et la productivité. En plus des investissements matériels à forte valeur ajoutée, la nouvelle orientation de PGH vers des prises de participations dans des secteurs et/ou sociétés solides, pérennes et qui génèrent des bénéfices récurrents (BH Assurances, AttijariBank, BNA, SITS, Tunisie Leasing et Factoring, etc...) lui assure des revenus financiers récurrents et lui permet de se constituer un patrimoine. PGH se traite à des multiples attendus en 2022 de 16x ses bénéfices, 6,6x son EBITDA et 0,9x ses revenus. Ces niveaux de valorisation intéressants et le retour sur les investissements réalisés appuient notre optimisme sur la valeur avec une recommandation à l'**ACHAT**.

## Informations Financières

### Groupe PGH

Etat de Résultat	en Millions dinars		
Année Fiscale	2019	2020	2021
Revenus	2 299,2	2 293,9	2 882,6
Autres produits d'exp.	10,3	10,7	9,6
Production Immobilisée	0,1	0,1	0,2
<b>Total des produits d'exploitation</b>	<b>2 309,6</b>	<b>2 304,8</b>	<b>2 892,3</b>
Achats de matières premières	1 471,1	1 444,9	1 914,4
Charges de Personnel	138,5	149,2	170,0
Autres charges d'exploitation	314,9	317,9	350,3
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>385,1</b>	<b>392,8</b>	<b>457,6</b>
Dot. aux amort. et aux prov;	145,5	154,2	243,9
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>239,6</b>	<b>238,6</b>	<b>213,8</b>
Résultat Financier	- 97,5	- 153,0	- 112,7
Autre résultat ordinaire	- 1,8	- 0,3	2,9
Impôt sur les sociétés	10,8	12,7	14,8
<b>Résultat de la période</b>	<b>130,8</b>	<b>76,0</b>	<b>93,8</b>
RNPG	130,5	74,9	93,3
Part des minoritaires	0,3	1,1	0,5

Croissance ( % )	2019	2020	2021
Croissance CA	6,3%	-0,2%	25,7%
Croissance EBITDA	5,7%	2,0%	16,5%
Croissance EBIT	4,4%	-0,4%	-10,4%
Croissance RNPG	-14,2%	-42,6%	24,5%

Marges ( % )	2019	2020	2021
Marge brute	36,3%	37,3%	33,8%
Marge VA	22,7%	23,5%	21,7%
Marge d'EBITDA	16,7%	17,0%	15,8%
Marge d'EBIT	10,4%	10,4%	7,4%
Marge nette	5,6%	3,3%	3,2%

Retour (%)	2019	2020	2021
ROA	3,6%	2,0%	2,3%
ROE	14,3%	8,1%	9,7%
Cap. propres/Dettes nettes	63,4%	62,8%	66,6%

Bilan (Actif)	en Millions dinars		
Année Fiscale	2019	2020	2021
Immobilisations Incorporelles	16,3	23,0	27,9
Immobilisations corporelles	1 215,5	1 263,9	1 302,0
Immobilisations financières	198,8	277,3	309,8
Autes actifs non courants	1,6	2,1	1,3
Stocks	766,7	803,2	828,8
Clients	507,3	548,4	574,7
Autres Actifs Courants	405,7	232,4	317,2
Placement et autres actifs fin.	471,2	481,7	484,6
Liquidités et éq. de liquidités	90,5	121,7	150,1
<b>TOTAL ACTIFS</b>	<b>3 673,6</b>	<b>3 753,8</b>	<b>3 996,4</b>
Capital social	180,0	180,0	180,0
Réserves consolidées	627,8	693,4	716,7
Titres en autocontrôle	- 25,2	- 25,3	- 25,6
Résultat Consolidé	130,5	74,9	93,3
<b>Total des capitaux propres</b>	<b>913,2</b>	<b>923,0</b>	<b>964,3</b>
Part des minoritaires	17,0	19,3	15,4
Emprunts	1 338,5	1 372,8	1 403,5
Provisions Pour Risques et Charges	13,4	12,2	49,6
Fournisseurs et comptes rattachés	609,8	591,5	750,9
Autres passifs courants	92,0	103,3	110,4
Concours bancaires	689,8	731,7	702,1
<b>TOTAL BILAN</b>	<b>3 673,6</b>	<b>3 753,8</b>	<b>3 996,4</b>

Gestion du Fonds de roulement	2019	2020	2021
BFR ( % CA )	42,5%	38,8%	29,8%
Stock (en j de CA)	120,0	126,1	103,5
Clients (en j de CA)	79,4	86,1	71,8
Fournisseurs (en j de CA)	95,5	92,8	93,8

Risque Financier	2019	2020	2021
Gearing	157,7%	159,3%	150,1%
Resultat financier/EBITDA	-25,3%	-38,9%	-24,6%
Pay-out*	46,3%	44,8%	89,1%
Cash Flow d'exp/Dettes nettes	14,1%	20,5%	23,5%
Dette nette/EBITDA	3,81	3,82	3,21

\* sur la base des EF individuels

Informations trimestrielles	1T2021	2T2021	3T2021	4T2021	1T2022	2T2022	Var/Trim	Var/Sem
Revenus consolidés	788,0	880,0	796,8	871,3	916,6	1024,7	11,8%	16,4%
Local	697,8	750,5	749,9	754,9	802,0	914,5	14,0%	18,5%
Export	90,2	129,5	46,9	116,4	114,6	110,2	-3,9%	2,3%
Investissement	16,8	32,8	38,4	32,8	29,8	32,3	8,4%	25,4%
Endettement	956,2	959,1	917,5	911,6	1161,6	1221,7	5,2%	27,4%
Endettement à CT	459,7	455,1	485,6	487,9	421,0	647,9	53,9%	42,4%
Endettement LT	496,5	504,0	431,9	423,7	740,5	573,9	-22,5%	13,9%

**Informations importantes** : Les informations fournies ici ont été compilées à partir d'informations publique. MAC SA décline toute responsabilité quant à l'exactitude et l'exhaustivité des informations fournies ci-dessus et n'assume aucune obligation de les mettre à jour. Toutes les informations ci-dessus sont fournies à des fins de recherche personnelle uniquement et ne doivent pas être considérées comme une analyse, une prévision ou une recommandation de quelque nature que ce soit pour ou contre un investissement. MAC SA ne sera pas responsable de toute perte résultant de l'utilisation des informations contenues dans ce document.