

Prix d'introduction : 1,100D
Nombre d'actions offertes : 17 995 844 actions
Jouissance des actions : 1er Janvier 2013
Capitalisation boursière après OPF : 118,8 MD
Actionnariat :

	Avant OPF	Après OPF
Famille CHABCHOUB	87,9%	73,2%
Société ESSEYAHA	12,1%	10,1%
Public	-	16,7%
Total	100%	100%

Ratios boursiers

	2012	2013e	2014e
PE	14,9	12,4	6,2
VE/CA	2,8	2,0	1,0
VE/EBITDA	9,6	6,7	3,2
P/BV	4,3	2,0	1,5
Div Yield	-	0,5%	4,7%

Données par action (D)

	2012	2013	2014e
Bénéfice	0,074	0,089	0,177
Dividende	0,000	0,005	0,052
Actif net	0,254	0,546	0,737

Compte de résultat (MD)

	2012	2013	2014e
CA	44,4	60,0	93,3
EBITDA	13,0	17,6	30,7
Résultat net	8,0	9,6	19,1

Données financières

	2012	2013	2014e
Marge nette	18,0%	16,0%	20,5%
ROE	29,2%	16,3%	24,0%
Gearing	24,8%	-2,7%	-29,5%

But de l'introduction en bourse :

- Financer le programme de croissance du groupe ;
- Diversifier les sources de financement ;
- Accroître sa notoriété auprès de ses partenaires, ses clients, de la communauté financière et du grand public ;
- Bénéficier de l'avantage fiscal prévu par la loi de finances 2007 relatif à l'exonération de la plus value ;
- Contribuer à la dynamisation du marché financier.

Eléments clés :

- Forte expérience dans le secteur de la télécommunication et intégration verticale des activités vitales ;
- Expansion géographique potentielle et avantage concurrentiel sur les marchés émergents ;
- Un business plan très ambitieux avec une croissance à deux chiffres des revenus et des bénéfices ;
- Une forte dépendance aux projets d'infrastructure et du budget de l'Etat ;
- Des partenariats de qualité avec les fournisseurs et un management qualifié ;
- Une valorisation correcte par rapport au marché, avec une forte exposition aux risques macro économiques et politiques.

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 17 995 844 actions nouvelles à émettre dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire, représentant 16,7% du capital après augmentation

Valeur nominale : 1 dinar

Prix d'émission des actions nouvelles : 1,100 Dinars, soit 1 Dinar de valeur nominale et 0,100 Dinars de prime d'émission

Montant de l'opération : 19 795 428 dinars

Période de souscription : du 28 Avril 2014 au 16 Mai 2014 inclus avec possibilité de clôture anticipée avec préavis à partir du 6 Mai 2014

Jouissance des actions : Les actions nouvelles porteront jouissance à partir du 1^{er} janvier 2013

Offre proposée : Les 17 995 844 actions offertes dans le cadre de cette opération seront réparties comme suit :

1- Offre à prix ferme

Catégories	Part d'allocation	Nombre d'actions allouées	Montant en DT
<u>Catégorie A:</u>			
Demandes réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères sollicitant au minimum 100 actions et au maximum 1 800 actions	36,7%	5 272 791	5 800 070
<u>Catégorie B:</u>			
Demandes réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères et aux institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 1 801 actions et au maximum 540 000 actions pour les non institutionnels et 5 400 000 actions pour les institutionnels	63,3%	9 086 689	9 995 358
Total	100%	14 359 480	15 795 428

Le mode de satisfaction des demandes de souscription se fera de la manière suivante :

Pour la catégorie A: Les demandes de souscription seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie. Les paliers de satisfaction seront fixés par la commission de dépouillement.

Pour la catégorie B Les demandes de souscription seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation, déterminé par le rapport quantité offerte/quantité demandée et retenue. Le reliquat non servi sera réparti par la commission de dépouillement, sans que la part de chaque institutionnel ne dépasse 5% du capital à l'issue de l'opération et la part de chaque non institutionnel ne dépasse 0,5% du capital à l'issue de l'opération

En cas d'excédent de titres offerts non demandés par une catégorie, le reliquat sera affecté en priorité à la catégorie A puis B.

2- Placement Global

3 636 364 actions représentant 3,4% du capital seront offertes à des investisseurs désirant acquérir au minimum pour un montant de 250 000D.

La demande de souscription doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être supérieur à :

- 540 000 actions pour les non institutionnels (soit au plus 0,5% du capital) ;

- 3 636 364 actions pour es institutionnels (soit au plus 5% du capital).

Les souscripteurs au Placement Global s'engagent à ne céder aucun titre en bourse pendant les 6 mois qui suivent la date de la première cotation en Bourse, puis à l'issue de cette période et pendant les 6 mois suivants, 50% des titres seront libres à la vente.

Néanmoins, il est possible de céder les titres sur le marché de Blocs dans les conditions suivantes :

- Quel que soit le porteur des titres ;
- Après information préalable du CMF ;
- Et en respectant la réglementation en vigueur régissant les blocs de titres.

En cas de cession, l'acquéreur s'engage à respecter les conditions de blocage citées ci-dessus fixées préalablement au vendeur et ce pour la période restante.

Les souscripteurs dans le Placement Global n'auront pas le droit de donner des ordres dans le cadre de l'OPF et du Placement Privé.

Les titres non acquis dans le cadre du Placement Global pourraient être affectés à la catégorie A puis B de l'OPF.

Les souscriptions dans le cadre du Placement Global sont centralisées auprès du syndicat de placement composé de MAC SA et AFC et dirigé par MAC SA comme étant établissement chef de file.

Contrat de liquidité : Portant sur 1 000 000 dinars et 1 000 000 actions pour une période de 12 mois à partir de la date d'introduction en Bourse des actions TGH.

Avantage fiscal :

Conformément à l'article 7 du code d'incitations aux investissements, les personnes physiques ou morales souscrivant à cette opération d'augmentation de capital bénéficient de la déduction des revenus ou bénéfices réinvestis dans la limite de 35% des revenus ou bénéfices nets à l'IRPP ou l'IS.

Le groupe TGH découle de l'expérience du groupe CHABCHOUB qui avait créé en 1978 en partenariat avec le Groupe EL AREM « Tanit Group » qui opérait dans le secteur de l'ingénierie commerciale, l'ingénierie manufacturière et le génie civil. La scission du groupe « Tanit » en 2006 a donné naissance au Groupe CHABCHOUB l'un des leaders dans les domaines stratégiques en Tunisie, qui a décidé de concentrer l'activité infrastructure et télécom dans une entité (TGH) bénéficiant de l'expérience et du savoir faire du groupe CHABCHOUB dans ce domaine.

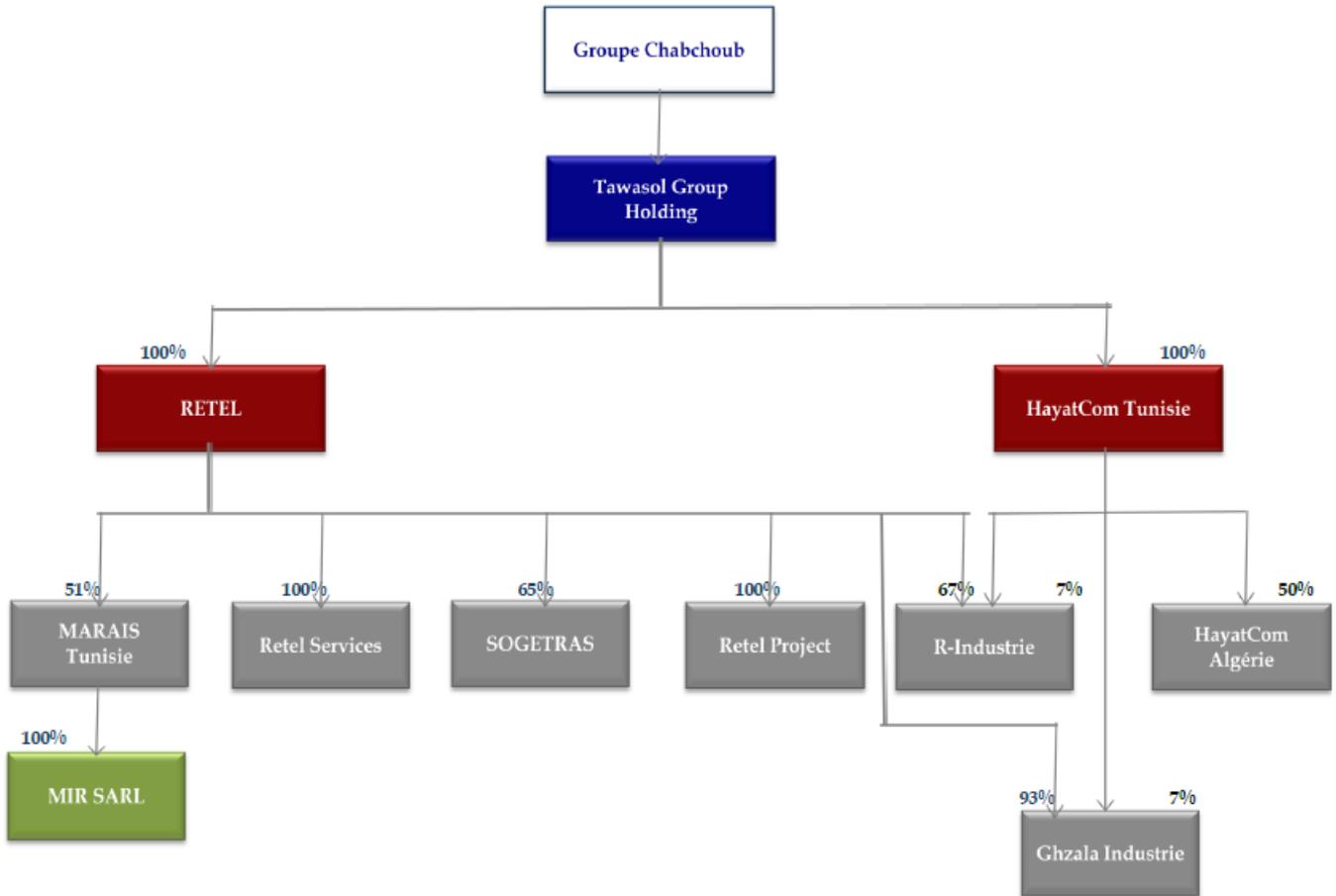
Le groupe « TWASOL Group Holding » a été créé en 2012 par le groupe CHABCHOUB. Il représente l'évolution du pôle Infrastructure et services du groupe CHABCHOUB et ayant pour activités, la télécommunication, la Voirie, Réseaux hydraulique, les réseaux de gaz et le transport de gaz par pipeline.

TGH se compose de deux sous groupes à savoir RETEL (spécialiste de VRD et des travaux d'infrastructure) et HayatCom Tunisie (spécialiste de la télécommunication).

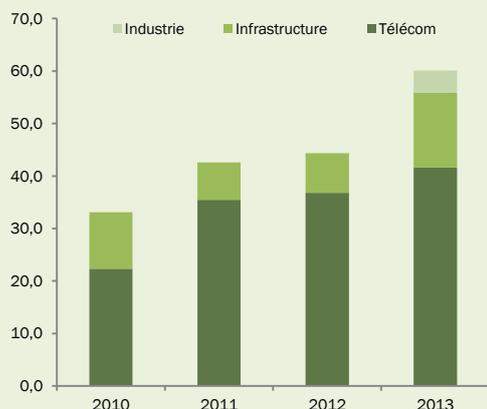
Le groupe TWASOL compte actuellement dix sociétés réparties entre la Tunisie et l'Algérie :

- **RETEL TUNISIE** : créée en 1990, pour la réalisation d'infrastructure et de réseaux de télécommunication, l'étude de travaux de voirie et réseaux divers, la réalisation de projets de génie civil, le transport de gaz et hydrocarbures par pipeline, de forage dirigé et dans les projets hydrauliques. En 2006, la société s'est lancée dans l'activité fibre optique ;
- **HayatCom Tunisie** : créée en 2002, en joint venture avec le géant Koweïtien des télécommunications « Hayat Communication », pour l'installation et la maintenance de réseaux de télécommunication, elle opère tant sur le marché Tunisien qu'Algérien ;
- **HayatCom Algérie** : Profitant de la synergie avec HayatCom Tunisie, cette société est devenue le partenaire de choix de l'opérateur Algérien WATANYA ;
- **RETEL Project Algérie** : Opérant dans le secteur du BTP et grand ouvrage, et bénéficiant du savoir faire acquis en Tunisie, cette société est active dans les projets d'infrastructure de télécommunication, VRD, de transport de gaz pas pipeline et des travaux hydrauliques (station d'épuration et de pompage ;
- **SOGETRAS Carrières** : Dans le cadre d'une intégration en amont, la filiale RETEL a acquis 65% de cette société qui exploite une concession de la carrière EL Fayedh dont la concession est de 5ans renouvelable jusqu'à épuisement de la carrière, pour assurer la matière première des grands travaux (gravier, tout venant, sable et concassage) dont les prix sont fluctuants et affectent sensiblement l'activité des la société ;
- **RETEL Industrie** ; Une société de transformation des matières premières, créée dans le cadre de l'intégration en amont et qui assure également les activités de fabrication du béton (centrale à béton) et l'industrie du béton (coulage des regards à grille, boîtes de branchement électrique, etc) ;
- **RETEL Services** ; Dans le cadre de la spécialisation, la société RETEL Industrie a cédé son activité installation électronique et de télécommunication et l'ensemble de l'activité fibre optique. Par ailleurs la société s'est lancée dans l'activité de production de tubes en PEHD (polyéthylène haute densité) composante de la fibre optique.
- **MARAIS Tunisie** : Une société filiale de Marais France, opérant dans l'Afrique du nord depuis 2007, dont le groupe a acquis une participation majoritaire. Cette société est spécialisée dans la détection, construction et gestion de réseaux enterrés.

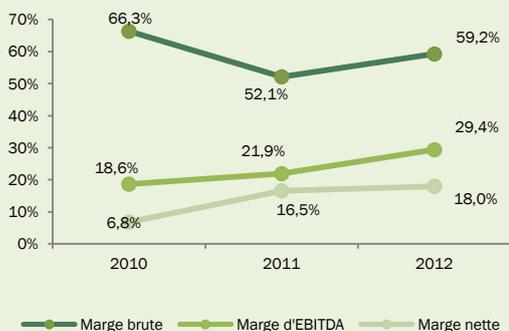
- **MIR Tunisie** : Détenue indirectement par le groupe à travers MARAIS Tunisie, spécialisée dans l'installation des réseaux électroniques et de télécommunication en Tunisie et à l'étranger ;
- **Ghzala Industrie** : Une société créée en 2013 pour l'exploitation d'une carrière de matière première pour travaux d'infrastructure à l'instar de RETEL Industrie.



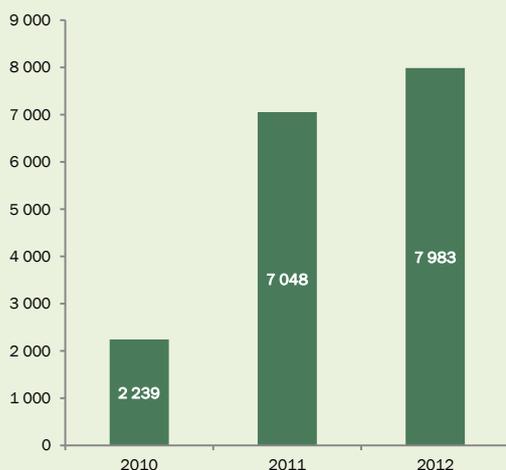
Evolution du chiffre d'affaires de TGH



Les marges de TGH



Evolution du bénéfice net



L'activité du groupe TGH a affiché un taux de croissance annuel moyen de 23% passant de 33,1MD en 2010 à 60,1MD en 2013. L'activité cœur de métier du groupe « Réseau de Télécommunications » représentant plus de 70% du chiffre d'affaires du groupe a connu à elle seule une progression moyenne de 25% durant les 3 dernières années pour s'établir à 41,6MD en 2013.

Le deuxième métier de TGH à savoir « Réseaux d'Infrastructure » affiche des revenus de 14,2MD en 2013 contre 10,7MD en 2010 soit un TCAM de 20,2% sur la période. Cette activité présente des évolutions en dents de scie puisqu'elle est fortement liée au lancement de grands travaux ainsi que l'investissement public qui a enregistré un important recul sur la période.

A partir de 2012, l'activité industrielle a démarré avec un chiffre d'affaires de 4,3MD en 2013. Elle demeure tout de même tributaire de l'activité VRD et Infrastructure du groupe.

D'un point de vue marges, le groupe présente des marges assez confortables. La marge brute a connu un fléchissement en 2011 en raison du renchérissement du coût des matières premières.

La masse salariale représente le deuxième poste de coût important avec plus de 14% du chiffre d'affaires. elle s'établit à un niveau assez stable durant la période à 6MD.

La marge d'EBITDA s'établit à 29,4% contre 18,6% en 2010.

En 2012, le groupe a affiché une bénéfice net de 7,9MD contre 2,2MD en 2010, soit une marge nette aux alentours de 18%.

D'un point de vue équilibre financier, le groupe présente une structure financière assez déséquilibrée en raison d'un important BFR représentant à plus de 160j du chiffre d'affaires du groupe. En effet et en raison de l'activité liée aux entreprises publiques, le groupe est obligé d'accorder des délais clients assez longs, soit plus de 200j du chiffre d'affaires, un délai qui est financé essentiellement à court terme. Ainsi, la dette court terme est assez prépondérante mais n'est pas alarmante puisque le groupe présente un taux d'endettement de 25% jugé faible.

Compte d'Exploitation

(mD)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	TCAM 2013-2017
Chiffre d'affaires	33 068	42 604	44 374	60 022	93 288	106 700	119 672	129 298	25,1%
<i>Evolution</i>	-3,3%	28,8%	4,2%	35,3%	55,4%	14,4%	12,2%	8,0%	
- Achats & variation de stocks	11 132	20 398	18 089	27 836	40 401	45 683	51 138	56 004	26,7%
= Marge Brute	21 936	22 205	26 285	32 186	52 887	61 018	68 533	73 294	24,3%
<i>Evolution</i>	-15,1%	1,2%	18,4%	22,5%	64,3%	15,4%	12,3%	6,9%	
- Autres charges d'exploitation	9 120	6 512	7 466	6 925	11 666	13 047	14 989	16 940	20,2%
- Charges de personnel	6 674	6 368	6 210	7 692	10 499	11 812	13 353	15 172	19,9%
= Excédent brut d'exploitation (E.B.E.)	6 162	9 335	13 030	17 568	30 722	36 158	40 191	41 183	28,2%
<i>Evolution</i>	182,3%	51,5%	39,6%	34,8%	74,9%	17,7%	11,2%	2,5%	
- Dotations aux amortissements et aux provisions nettes	2 327	808	2 354	2 680	4 551	5 083	5 462	5 922	22,2%
= Résultat d'exploitation	3 835	8 527	10 676	14 888	26 171	31 076	34 730	35 261	29,5%
<i>Evolution</i>	57,2%	122,4%	25,2%	39,5%	75,8%	18,7%	11,8%	1,5%	
- Charges financières nettes	1 035	1 690	1 275	1 457	1 297	1 298	1 311	1 403	
+/- Autres Eléments ordinaires	-128	54	-471	0	0	0	0	0	
= Résultat avant impôt	2 672	6 891	8 930	13 431	24 874	29 778	33 418	33 857	33,8%
<i>Evolution</i>	143,8%	157,9%	29,6%	50,4%	85,2%	19,7%	12,2%	1,3%	
- Impôts sur les bénéfices	315	69	566	2 790	3 731	4 504	4 891	5 337	
= Résultat après impôt	2 357	6 823	8 363	10 641	21 143	25 274	28 528	28 521	31,7%
<i>Evolution</i>	115,0%	189,5%	22,6%	27,2%	98,7%	19,5%	12,9%	0,0%	
- Part Intérêts minoritaires	118	-226	381	1 033	2 030	2 465	3 005	3 175	
= Résultat consolidé	2 239	7 048	7 983	9 608	19 113	22 809	25 523	25 346	30,0%

Ratios Financiers

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Marge brute	66,3%	52,1%	59,2%	53,6%	56,7%	57,2%	57,3%	56,7%
Marge d'EBITDA	18,6%	21,9%	29,4%	29,3%	32,9%	33,9%	33,6%	31,9%
Marge d'exploitation	11,6%	20,0%	24,1%	24,8%	28,1%	29,1%	29,0%	27,3%
Marge nette	6,8%	16,5%	18,0%	16,0%	20,5%	21,4%	21,3%	19,6%
ROE	32,64%	68,32%	41,98%	19,89%	32,67%	30,80%	27,02%	21,94%
Gearing	134,2%	55,9%	24,8%	-6,7%	-29,5%	-43,0%	-52,9%	-58,6%

Structure financière

(mD)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
FR	3 641	11 592	19 452	23 528	39 499	57 936	81 013	101 879
BFR	14 266	19 406	20 293	17 863	15 727	15 202	15 929	17 431
TN	-10 625	-7 814	-841	5 665	23 772	42 733	65 084	84 448

La stratégie de développement du groupe TGH se base sur trois principaux axes :

- La consolidation de la croissance du groupe sur le territoire national, passant par les méga projets d'au moins 5MDT, clé en main ;
- Le renforcement de l'intégration verticale par la consolidation du pôle « Industrie », ce qui accroît la flexibilité et la réactivité du groupe ;
- Le renforcement de l'internationalisation des activités du groupe notamment sur l'Algérie, via HayatCom Algérie et RETEL Project.

L'actuelle augmentation du capital permettra de financer une partie du programme d'investissement de 50MD entamé depuis 2011.

Le business plan du groupe pour la période 2013-2017, affiche un objectif de croissance du chiffre d'affaires de 25,1% appuyé essentiellement par l'entrée en pleine exploitation de l'activité industrie des trois carrières, des trois centrales à béton et les trois centrales d'enrobée.

L'un des principaux moteurs de la croissance de l'activité du groupe pour cette période prévisionnelle sera le groupe HayatCom qui devrait enregistrer une croissance du chiffre d'affaires à deux chiffres en passant de 22,1MD en 2013 à 37,4MD en 2017.

Le chiffre d'affaires du groupe passera de 60,1MD en 2013 à 129,3MD à l'horizon de 2017. Cet objectif nous semble très accessible surtout après que les projections pour 2013 ont été dépassées et que l'Etat Tunisien a déjà engagé une partie des projets en instance prévus même pour avant l'année 2011 ;

Du côté des marges, le groupe affichera un taux de marge brute aux alentours de 57% tout au long de la période prévisionnelle.

La structure financière du groupe TGH demeurera toujours saine avec un endettement net négatif sur toute la période prévisionnelle du business plan.

Le renflouement des caisses du groupe à travers l'actuelle augmentation de capital permettra de rééquilibrer la structure financière avec une trésorerie désormais positive et le BFR sera maintenu à son niveau actuel, soit 17MD et ce malgré l'évolution de l'activité du groupe.

Au niveau du bottom line, le groupe table sur un bénéfice net de 9,6MD pour 2013 avec une croissance annuelle moyenne de 30% pour arriver à 25,3MD à l'horizon de 2017.

L'évaluation du groupe a été réalisée sur la base de la méthode de la somme des parties, soit la valorisation des deux groupes RETEL et HayatCom au prorata de leur pourcentage de détention par la Holding TGH.

Les sociétés Marais Tunisie, MIR et Baxel n'ont pas été prises en considération dans le périmètre de consolidation ni au niveau de l'évaluation.

Trois méthodes ont été admises par l'évaluateur « Cabinet Deloitte » à savoir ;

- La méthode du Discounted Cash Flow ;
- La méthode de L'Economic Value Added ;
- La méthode des comparables boursiers.

La synthèse des trois est présentée dans le tableau suivant :

(MD)	DCF	EVA/MVA	Comparables	Moyenne
Valeur Fonds propres Sous Groupe RETEL	113,6	110,0	128,8	117,5
Valeur Fonds propres Sous Groupe HayatCom	10,9	10,7	14,2	11,9
Valeur des Fonds Propres Groupe TGH	124,6	120,7	143,0	129,4

La moyenne des trois méthodes d'évaluation fait ressortir une valeur des fonds propres de la société de 129,4MD post money, soit 116MD pré money. La valeur de l'action TGH selon l'évaluateur serait de 1,300D.

Le prix d'introduction admis pour l'OPF est de 1,100D soit une décote de 15% par rapport à la valeur dégagée par l'évaluateur. Le prix d'introduction est ainsi de 1,100D soit 1 dinar de nominal et 0,100D de prime d'émission.

Avec un prix de souscription de 1,100D, le titre TGH sera valorisé à 12,4x les bénéfices de 2013 et 6,2x, ceux de 2014. L'action sera cotée à 2x les fonds propres de 2013. Le premier flux de dividende prévu par le business plan de la société est pour l'année 2015 au titre de l'exercice 2014, avec un Div Yield de 4,7%.

Nous recommandons de souscrire à l'OPF