

### Compte de résultat

En mDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
Chiffre d'affaires	746 901	794 548	844 483	965 361	1 046 727	1 161 868
<i>Progression</i>	-	6%	6%	14%	8%	11%
Marge brute	197 158	203 255	205 909	251 192	294 181	314 866
<i>Progression</i>	-	3%	1%	22%	17%	7%
Taux de marge brute	26%	26%	24%	26%	28%	27%
EBITDA	89 768	91 135	84 526	106 725	134 872	143 226
<i>Progression</i>	-	2%	-7%	26%	26%	6%
Marge d'EBITDA	12%	11%	10%	11%	13%	12%
Résultat net part du groupe	36 916	38 625	30 892	46 529	57 816	63 467
<i>Progression</i>	-	5%	-20%	51%	24%	10%
Marge nette	5%	5%	4%	5%	6%	5%
Résultat net part du groupe	36 916	38 625	30 892	46 529	57 816	63 467
<i>Progression</i>	-	5%	-20%	51%	24%	10%
Marge nette retraitée	5%	5%	4%	5%	6%	5%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ Tous les clignotants sont au vert pour le Groupe Délice Holding. Le champion national de l'industrie laitière a affiché une gestion salubre de la crise de la Covid-19, figurant ainsi parmi les rares Groupes de la cote à pouvoir allier croissance de la top line et amélioration significative de la rentabilité, malgré le contexte pandémique délicat qu'a connu la Tunisie en 2020 et la dégradation du pouvoir d'achat des consommateurs.

♦ Fruit de plusieurs années d'investissement dans l'innovation, dans l'élargissement de la gamme de produits, dans l'augmentation des capacités de transformation et dans l'optimisation de l'efficacité opérationnelle, le crû de 2020 devrait inaugurer une nouvelle phase de croissance prometteuse pour le fleuron de l'industrie laitière en Tunisie avec une progression à deux chiffres au niveau des résultats et l'amorce d'un processus de désendettement.

♦ Les projets entrepris sur les dernières années devraient permettre au Groupe de réduire sa dépendance envers le lait subventionné, de consolider son positionnement sur le segment des produits laitiers frais, locomotive de rentabilité pour le Groupe, et de monter en puissance sur les « boissons » en prenant notamment le virage de l'eau minérale.

♦ La valorisation actuelle de Délice Holding offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des jus, en pleine phase de consolidation/diversification et aux fondamentaux solides. La libéralisation très attendue mais sans visibilité des prix du lait UHT, devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour l'action. Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.

**Prix : 14,700 Dt**

**Acheter (+)**

#### Actionnariat

Société MEDDEB Consulting*	85,0%
Société Agricole El Hadayek	6,5%
Flottant:	8,5%

**Capitalisation boursière: 798MDt**

#### Ratios boursiers\*\* :

PER 2021e:	12,7x
Yield 2020:	2,5%
VE/EBITDA 2021e:	6,4x
ROE 2020:	33,2%
Performance 2021:	-1,3%

\* Holding regroupant les participations de la famille MEDDEB dans le capital.

\*\* Données au 25 juin 2021.

#### Positionnement concurrentiel du Groupe Délice

♦ **Leader** sur le marché du lait avec une part de marché de **65%**

♦ **Leader** sur le marché des produits laitiers frais avec une part de marché de **67%**

♦ **Leader** sur le marché des jus avec une part de marché de **29%**

♦ **Challenger** sur le marché du fromage avec une part de marché de **24%**

## I- Présentation du Groupe Délice

▪ Fondé en 1978 par M. Mohamed MEDDEB, le Groupe Délice est spécialisé dans la fabrication et la vente de lait et de produits dérivés (yaourt, beurre, fromage et jus), eau minérale et autres boissons. Au fil des années, le Groupe a mis en place une stratégie d'intégration en amont et en aval en nouant des partenariats avec des leaders mondiaux (Danone en 1997 et Savencia en 2008) afin de devenir un acteur incontournable sur le marché tunisien des produits laitiers et des boissons. En effet, Délice Holding est aujourd'hui:

- 1<sup>er</sup> sur le marché du lait avec 65% de part de marché (Vitalait est 2<sup>ème</sup> avec une part de marché de 26%),

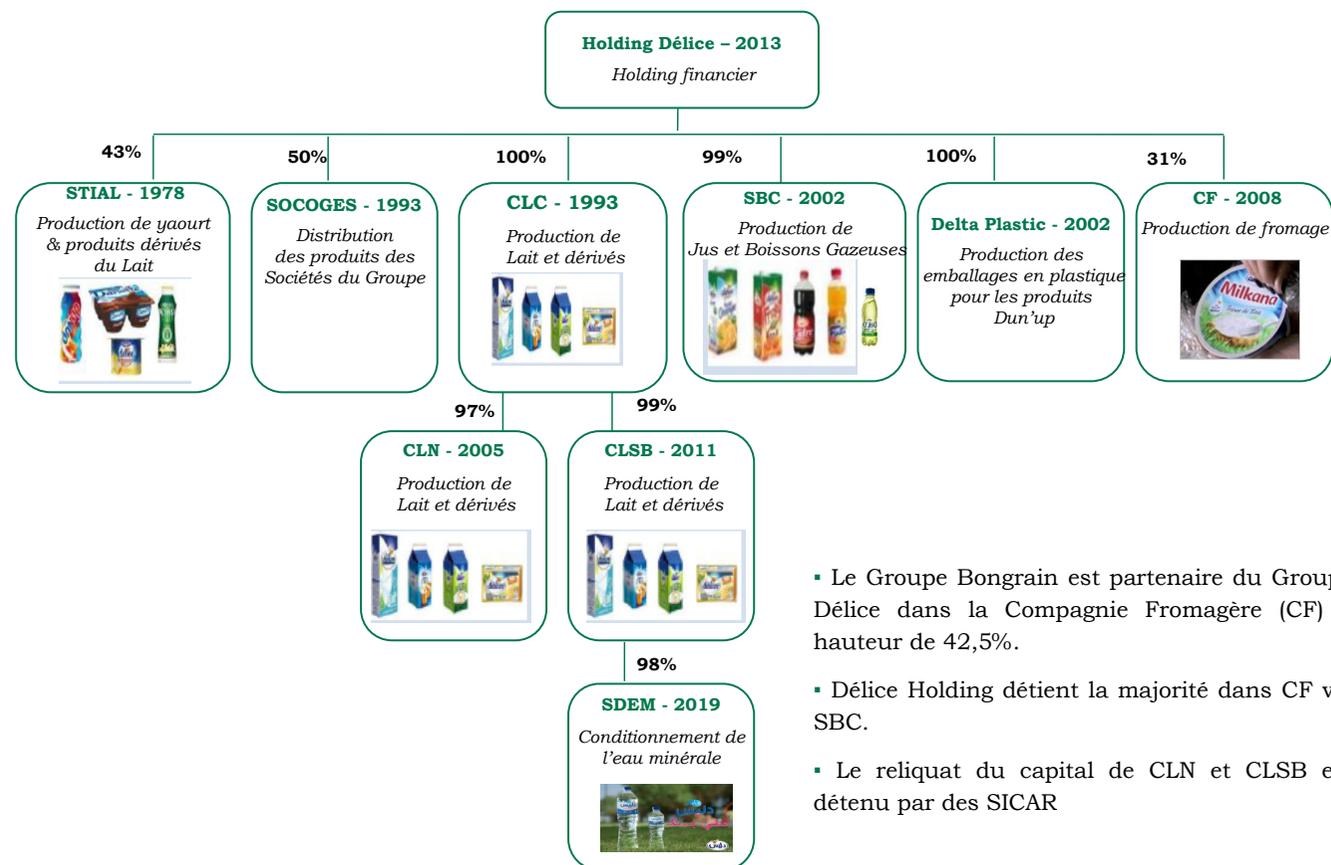
- 1<sup>er</sup> sur le marché du yaourt avec 67% de part de marché (Vitalait est 2<sup>ème</sup> avec une part de marché de 22%),

- 1<sup>er</sup> sur le marché des boissons (jus et autres boissons) avec une part de marché de 29%,

- 2<sup>ème</sup> sur le marché du fromage avec 24% de part de marché (IAT du Groupe Mabrouk est leader avec environ 50% de part de marché).

▪ Détenu à hauteur de 85% par la famille MEDDEB, le Groupe Délice est l'un des plus importants groupes industriels privés du pays. Pour les besoins de son introduction en bourse, opérée en 2014, le Groupe s'est restructuré en holding, Délice Holding, contrôlant directement et indirectement 9 sociétés dans différents secteurs d'activité: Le lait, le yaourt, le jus, le fromage, le plastique, la distribution et tout récemment l'eau minérale.

## Structure du Groupe Délice Holding (2020)



▪ Le Groupe Danone est actionnaire à hauteur de 50% dans STIAL et SOCOGES

▪ Le Groupe Bongrain est partenaire du Groupe Délice dans la Compagnie Fromagère (CF) à hauteur de 42,5%.

▪ Délice Holding détient la majorité dans CF via SBC.

▪ Le reliquat du capital de CLN et CLSB est détenu par des SICAR

*« Grâce à un mix de stratégie gagnantes d'intégration en amont, en aval, de diversification et d'expansion, Délice est devenu en l'espace de quatre décennies un champion national de l'industrie laitière en Tunisie »*

## II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

- 2020 a été un excellent cru pour le Groupe Délice Holding. L'activité a opposé la meilleure résistance au contexte pandémique et la rentabilité a affiché une amélioration remarquable. Le Groupe continue à récolter les fruits des efforts d'investissement constants déployés sur les dernières années.

- Délice Holding a affiché une gestion salubre de la crise sanitaire grâce à ses importantes capacités logistiques et de stockage mais aussi grâce à la flexibilité de ses process. Le Groupe n'a enregistré aucune journée d'interruption de travail, en 2020, et a assuré la continuité de la production, et ce sur les différents sites de production.

- Les revenus consolidés du Groupe ont enregistré une croissance de 8,4%, dépassant la barre symbolique de 1 milliard de dinars. Cette performance est le résultat de la bonne tenue de la quasi-totalité des pôles métiers du Groupe, hormis le pôle des produits laitiers frais et de la bonne orientation des ventes à l'export (+12,2% à 32,6MDt pour les ventes à l'export).

### 1) Activité « Lait »

- Le pôle « Lait » a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 742,4MDt, soit une progression de 15,7%, par rapport à 2019. Cette performance est due essentiellement aux niveaux records de réception de lait cru, qui ont atteint 418,6 millions de litres, contre 400 millions de litres une année auparavant, soit une évolution de 4,6%. La crise sanitaire a provoqué la rétraction du marché informel et l'augmentation de la

réception industrielle de lait.

### 2) Activité « Produits Frais »

- Le pôle « Produits Frais », a vu son chiffre d'affaires baisser légèrement, passant de 469,9MDt, en 2019, à 468,1MDt, en 2020, soit une diminution de 0,4%. Ce pôle s'est bien défendu face au contexte économique difficile et à la concurrence accrue.

### 3) Activité « Boissons »

- Le pôle « Boissons » a réalisé la performance de l'année, en devenant leader du marché des jus avec environ 29% de part de marché, et un chiffre d'affaires consolidé de 71,6MDt, soit une hausse de 18,2%, par rapport à 2019. Cette performance est due essentiellement aux bonnes réalisations des activités boissons gazeuses et jus petit format, dont les ventes ont progressé de 45% et 11% respectivement.

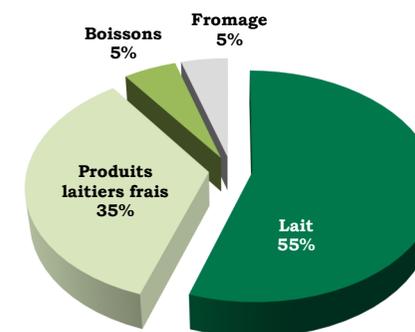
### 4) Activité « Fromage »

- Nonobstant les effets bouleversants de la pandémie, le pôle « Fromage » a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 63,1MDt, soit une augmentation de 25,2%, par rapport à 2019. Le Pôle détient désormais 24% de part de marché, soit une progression de 2 points de pourcentage par rapport à l'exercice précédent. L'implication croissante du partenaire SAVENCIA a valu à ce pôle de stabiliser la qualité de ses produits et d'introduire de nouveaux produits comme le produit Tartare lancé en 2020.

- 2020 a été une année porteuse au niveau des marges pour le Groupe. L'atteinte d'un nouveau palier de revenus (effets d'échelle), le tournant vers des produits à plus forte valeur ajoutée et l'attention portée à la maîtrise des charges à

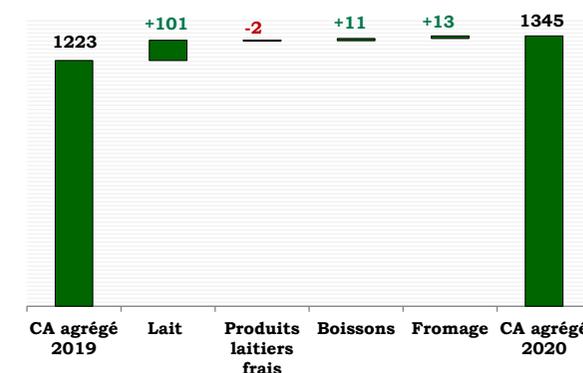
travers les programmes de productivité et d'efficacité énergétique (comme le projet de cogénération démarré en Octobre 2019 sur les sites des filiales STIAL et CLC) ont permis d'améliorer la rentabilité du Groupe et de résister aux pressions inflationnistes.

### Structure du chiffre d'affaires (2020)



« En 2020, le Groupe Délice n'a enregistré aucune journée d'interruption de travail, et a assuré la continuité de la production, et ce sur les différents sites de production »

### Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires (en MDt)



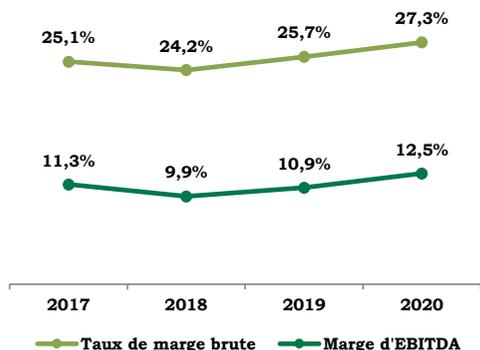
- La marge brute a cru à un rythme plus rapide que les revenus (+17,1% à 294,2MDt) et le taux de marge brute a progressé de 1,6 point de taux à 27,3%. Il en va de même pour la rentabilité d'exploitation qui a pu absorber la hausse des frais généraux (+10,3% à 159,3MDt pour la masse salariale majorée des autres charges opératoires). L'EBITDA s'est apprécié de 26,4% à 12,5%, à fin 2020, soit un gain de 1,6 point de pourcentage par rapport à l'année 2019.

- En 2020, le management a opté pour une maîtrise des investissements notamment après des niveaux records de « CAPEX » enregistrés en 2018 et 2019. Les investissements ont été orientés essentiellement vers l'achèvement de la construction de la nouvelle unité de conditionnement d'eau minérale, l'augmentation de la capacité, l'acquisition de matériel de transport pour le pôle distribution et les projets de productivité. Les investissements de l'année 2020 ont totalisé un montant global de 62,1MDt.

- Parallèlement à la rationalisation des investissements, le Groupe a œuvré à la mise en place de solution de financement intragroupe et d'une gestion de trésorerie centralisée qui se sont traduites par un plus faible mobilisation du levier financier sur 2020 comparativement aux dernières années. Il semble que le Groupe ait démarré une phase de désendettement avec un gearing passant de 84,9%, en 2019 à 60,8%, en 2020.

- Le recours moindre à l'endettement, en 2020, s'est matérialisé par une baisse des charges d'intérêt subies par le Groupe (repli de 7% à 16MDt). Il est à noter que le Groupe profite de conditions d'emprunts avantageuses grâce à sa

### Evolution des marges



En MDt	2017	2018	2019	2020
Cash Flow d'exploitation	68,0	39,1	44,6	76,0
Investissements	54,0	69,8	86,6	62,1
Free Cash Flow	14,0	-30,7	-42,0	13,9
Dette Nette	68,0	108,5	179,1	152,3
Gearing	41%	60%	85%	61%
ROE	32%	22%	32%	33%
ROCE	24%	17%	17%	18%

bonne signature auprès du système bancaire. N'eussent été les retards fréquents sur le paiement de la subvention d'exploitation de l'Etat relative au lait UHT, les frais financiers auraient été bien plus bas. Au final, le Groupe a bouclé l'année dernière avec un résultat net part du groupe de 57,9MDt, soit une croissance de 45,4% par rapport à 2019\*. Avec un ROE de 33,2%, Délice figure parmi les groupes tunisiens les plus profitables de la cote.

- Le Groupe veille toujours à mettre sa responsabilité sociétale, au cœur de ses priorités. L'objectif ultime étant de construire un business model pérenne, tout en collaborant positivement avec les parties prenantes. La création de valeur, passe par une meilleure appréhension du développement durable, et c'est pour cette raison que le Groupe Délice a choisi la RSE, comme un axe stratégique à part entière.

- Courant l'exercice 2020, deux sociétés filiales du Groupe Délice, se sont engagées dans une coopération, et ce dans le cadre du projet APEET « Appui à la Promotion de l'Efficacité Energétique en Tunisie », mis en œuvre par l'Agence Nationale pour la Maîtrise de l'Energie (ANME), avec l'appui de l'Agence de Coopération Internationale Allemande (GIZ). En effet, la Centrale Laitière du Cap-Bon a signé un contrat de coopération pour bénéficier d'un accompagnement, pour la mise en place d'un système de management de l'énergie selon les exigences de la norme ISO 50001, en plus d'un coaching et une formation des équipes. D'autre part, la Société des Boissons du Cap-Bon a signé une convention de coopération pour réaliser un projet pilote de stockage du froid. Ce projet est une partie intégrante du programme de promotion de la technologie du stockage du froid en Tunisie, qui a pour objectifs, l'optimisation de la production et de la distribution du froid et la réduction de la consommation électrique pendant les heures de pointe.

- Soucieux de l'importance de la quantification de l'empreinte carbone de ses sociétés, le Groupe Délice a signé un partenariat, dans le cadre du programme pilote lancé, par le Centre International des Technologies de l'Environnement de Tunis (CITET), pour le développement et la mise en œuvre d'une démarche spécifique pour la quantification de l'empreinte carbone, selon la norme internationale ISO 14067-V2018, via un projet de démonstration et d'accompagnement de 5 entreprises industrielles.

\* Nous retraitons la plus value de cession sur la participation dans Zitouna Bank réalisée en 2019 pour 6,4MDt et les autres éléments exceptionnels.

La Centrale Laitière de Sidi Bouzid et la Société des Boissons du Cap Bon, deux sociétés filiales du Groupe Délice, ont été sélectionnées comme entreprises pilotes pour le déploiement de ce projet. Cette coopération est en adéquation avec l'objectif ultime du Groupe, de réduire l'empreinte environnementale de son activité. Ce partenariat permettra de soutenir les entreprises, pour l'élaboration d'un plan d'action en vue de réduire les gaz à effet de serre et la mise en place d'un processus de déclaration de l'empreinte carbone. Cette démarche sera par la suite dupliquée au niveau de tous les sites de production du Groupe.

- Dans le cadre de sa politique qui s'articule sur l'utilisation de l'énergie propre, le Groupe a initié un projet de cogénération en 2019, ayant pour objectif la réduction du coût énergétique global, et par conséquent réduire son empreinte CO<sub>2</sub>. L'exploitation de l'unité de cogénération à la Centrale Laitière du Cap Bon a bouclé sa première année, avec une réussite totale, et a permis d'économiser 1500 TEP (Tonne Equivalent Pétrole) en énergie primaire. De plus, cette installation a permis d'éviter l'émission de 4 000 tonnes de CO<sub>2</sub>, et de réduire de 30% la facture énergétique de la société. Ce projet a permis également une autonomie de 97%, en matière de consommation d'électricité, courant l'année 2020.

- Dans l'objectif de réduire l'empreinte emballage du Groupe, Délice Holding a créé une alliance écologique avec les acteurs clés de la chaîne de valeur, en l'occurrence TETRAPAK, AFREC, et la société SOTIPAPIER. Ce partenariat a permis la valorisation mensuelle de plus de 20 Tonnes d'emballages multicouches par les sites du

Groupe, un déchet qui était auparavant enfoui dans les décharges publiques, et qui devient aujourd'hui 100% recyclable.

- Il est à noter que, le Groupe Délice est aussi un acteur majeur au niveau des groupes de travail dans le cadre des réflexions en cours, pour la mise en place d'une filière de gestion des emballages multicouches en Tunisie.

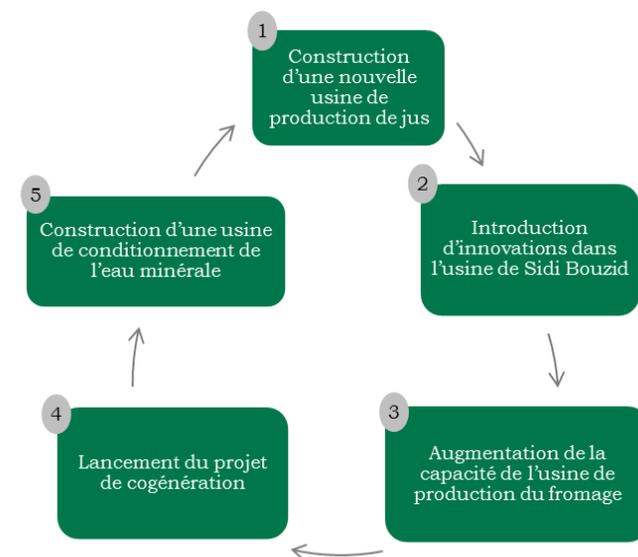
- En 2020, le Groupe a lancé l'enquête « Délice Survey ». Cette enquête a permis de mesurer les taux de satisfaction des collaborateurs, et de recueillir leurs feedbacks sur l'expérience collaborateur au sein du Groupe. Les résultats de ce « Survey » vont permettre à la Direction des Ressources Humaines d'intégrer les attentes des collaborateurs dans sa politique RH, tout en ajustant son plan d'action. La Centrale Laitière du Nord a été la première société filiale à adopter ce projet, qui sera généralisé sur toutes les sociétés du Groupe.

- Toujours côté RSE, le Groupe a mis les moyens, pour venir à la rescousse de la communauté pendant les temps difficiles de la crise sanitaire. Plus de 2MDt, ont été déboursés durant l'exercice 2020, pour subvenir aux besoins des parties prenantes impliquées dans la lutte contre la pandémie Covid-19, notamment les hôpitaux régionaux. Outre les dons en numéraire, le Groupe a procédé à l'acquisition de deux ambulances pour l'hôpital régional de Jendouba, afin de renforcer la logistique nécessaire pour lutter contre la propagation de cette pandémie. D'autres dons en nature (lait, yaourt et jus) ont été, par ailleurs, offerts, aux différents hôpitaux, dans plusieurs régions du pays (Sfax, Nabeul, Béja et Sidi Bouzid).

### III- Perspectives d'avenir & prévisions

- Sur les dernières années, le Groupe a maintenu un rythme soutenu d'investissement dans une conjoncture difficile, par la consolidation de ses capacités de transformation sur les différents pôles d'activité et l'initiation des projets de productivité sur les différents sites. L'ensemble de ces projets devraient permettre à Délice de réduire sa dépendance envers le lait de boisson subventionné, d'atteindre de nouveaux paliers de revenus et d'améliorer significativement ses marges.

#### Les investissements du Groupe sur les dernières années



- Les objectifs stratégiques de Délice Holding devraient se concrétiser dans les prochaines années grâce à :

**1)** une montée en volume dans l'activité lait pour rentabiliser davantage l'activité 'produits frais', génératrice de plus fortes marges,

**2)** une poursuite des efforts d'innovation et d'élargissement de la gamme de produits "beverages" vers l'eau minérale. Le marché des boissons en général et de l'eau minérale en particulier est relativement jeune et propice à la croissance organique. A noter que la nouvelle usine de conditionnement d'eau minérale connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2021 pour un chiffre d'affaires prévisionnel de l'activité de l'eau minérale avoisinant les 50MDt,

**4)** une orientation vers la rationalisation des « CAPEX » pour digérer les investissements importants entrepris sur les dernières années. Cette tendance devrait se traduire par une amélioration de la capacité de génération de cash flow pour le Groupe et un désendettement progressif du bilan,

**3)** et à une structure des coûts plus optimisée grâce aux investissements de productivité entrepris.

- L'innovation et la diversification des produits restent également les fers de lance pour Délice. Le management compte développer sur le marché de nouveaux procédés et de nouvelles technologies qui vont différencier significativement les produits et renforcer l'image de marque « Délice ». Les changements des habitudes de consommation, notamment durant et après la pandémie Covid-19, confirment l'importance de la recherche et développement et de l'innovation dans

les orientations stratégiques du Groupe.

- Bien que l'année 2020 soit marquée par la pandémie qui a eu des impacts négatifs sur tous les secteurs d'activité, le Groupe a montré la résilience de son business model et a pu améliorer tous ses indicateurs d'activité.

- La croissance sera également au rendez-vous en 2021. C'est ce que confirme le premier trimestre de l'année en cours. Le Groupe y a pu garder le cap sur la croissance avec des revenus en hausse de 8,7% à 288,5MDt, malgré l'effet de surstockage du lait qui marqué le premier trimestre de 2020 par anticipation à l'avènement de la crise sanitaire.

- Sur l'année pleine 2021, nous tablons sur une hausse du chiffre d'affaires de 11% à 1,2 milliards de dinars et sur une augmentation du résultat net part du groupe de 9,8% à 63,5MDt.

#### IV- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- En 2020, le titre Délice Holding a largement rattrapé ses contreperformances sur les années passées. Malgré les pressions vendeuses auxquelles a succombé le marché depuis l'avènement de la crise de la Covid-19 en Tunisie, Délice Holding a grimpé de 47%. Le parcours du titre a été favorisé par le comportement de « Flight to Quality » des investisseurs et par la ruée vers les valeurs défensives.

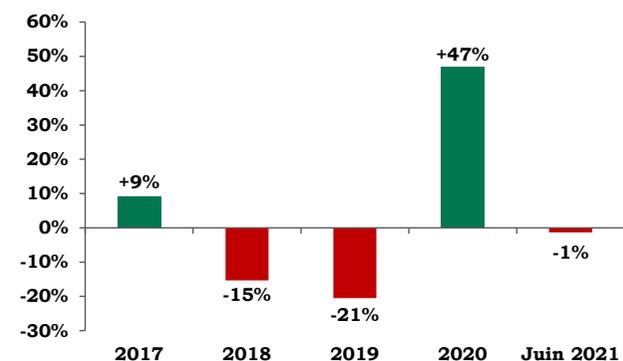
- Délice Holding traite actuellement à des multiples de 12,7x ses bénéfices et 6,4x son EBITDA estimés en 2021; une valorisation attrayante qui offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des boissons, en pleine phase de consolidation/

diversification, aux fondamentaux solides et disposant d'avantages compétitifs soutenables.

- La libéralisation très attendue mais sans visibilité des prix du lait UHT, devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour le titre. **Nous recommandons un positionnement sur le titre.**

- **A noter que l'AGO du 25 Juin 2021 a approuvé le distribution d'un dividende de 0,370Dt par action (contre 0,333Dt au titre de l'exercice 2019), et ce à partir du 13 Juillet 2021.**

Performances boursières du titre Délice Holding



*« La libéralisation très attendue mais sans visibilité des prix du lait UHT, devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour le titre »*

### Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E 2021e	VE/EBITDA 2021e
Juhayna Food Industries	Egypte	10,4	4,5
Arabian Food Industries Co.	Egypte	9,7	4,7
Almarai Co., Ltd.	Arabie Saoudite	27,4	13,8
Saudia Dairy & Foodstuff Co.	Arabie Saoudite	19,8	11,2
Nestle Nigeria Plc	Nigeria	23,4	13,3
Danone SA	France	17,6	11,7
Savencia SA	France	8,5	4,3
Nestle S.A.	Suisse	24,8	18,2
Saputo Inc.	Canada	21,8	11,6
The Kraft Heinz Co.	Etats-Unis	15,8	12,3
Megmilk Snow Brand Co, Ltd	Japon	11,6	5,7
Vietnam Dairy Products Corp.	Vietnam	19,2	11,9
Bright Dairy & Food Co	Chine	30,7	10,2
<b>Médiane internationale</b>		<b>19,2</b>	<b>11,6</b>
<b>Délice Holding</b>	<b>Tunisie</b>	<b>12,7</b>	<b>6,4</b>

Source: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.