

www.macsacom.tn

ACHETER

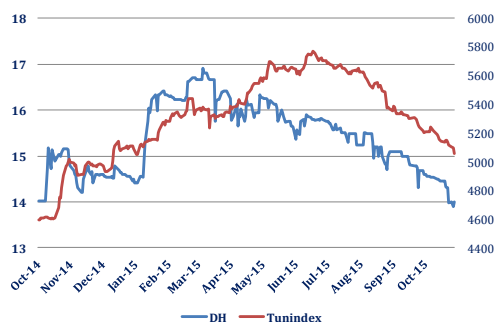
Perspectives positives

Actionnariat

Famille Meddeb	85%
Flottant	15%
Dont investisseurs étrangers	7,18%

Données boursières

Cours (04/11/2015)	14 Dt
Capi. Boursière	768.7 MDt
Nombre de titres	54 907 262
+ Haut/+Bas (2015)	16,9 Dt/13,5 Dt
Vol. moyen/j (2015)	0,27 MDt



Performance	1 M	YTD	1 An
DH	-4.63%	-3.79%	-7.46%

Chiffres Clés Consolidés

en MDt	2013	2014	2015e
Revenus	567,7	660,4	776,5
EBE	63,3	67,2	89,3
RN (part du groupe)	25,0	25,8	32,2
Fonds Propres	101,9	127,8	160,1
Dettes Nettes	70,8	83,5	98,6

Ratios de valorisation

	2013	2014	2015e
VE/Revenus	1,5	1,3	1,1
VE/EBE	13,5	12,7	9,5
Gearing	69,5%	65,4%	61,6%
P/E	ns	30,9	23,9
P/BV	ns	6,2	4,8
Div Yield	ns	4,4%	3,4%
ROE	32,5%	25,3%	25,2%

Délance Holding

« DH »

RECOMMANDATION BOURSIÈRE DE MAC SA

- Le groupe Délance Holding opère dans l'agroalimentaire et plus particulièrement dans le segment des produits de consommation courante ce qui lui confère le caractère de **valeur défensive**, par excellence;
- Délance Holding jouie d'un **positionnement confortable** avec un **mix-produit diversifié**, profitant d'une **forte notoriété**, opérant avec **des multinationales qui sont des références** dans leurs domaines à savoir Danone et Bongrain et d'un **large réseau de distribution** lui permettant de servir l'ensemble du territoire national.
- Dans sa stratégie de différenciation par rapport à la concurrence et grâce au transfert de savoir-faire de la part de ses partenaires, le groupe Délance a adopté une stratégie orientée **innovation et qualité des produits**, qui sont des gages de croissance. Pour préserver cet avantage concurrentiel, le groupe a adopté une stratégie d'investissement intensive avec une enveloppe moyenne de 40 MDt/an.
- Le groupe se distingue également par la **solidité de ses fondamentaux** faisant de lui un **générateur de cash flows**. Le titre DH s'échange actuellement à un P/E 2015e de 23,9x, P/BV 2015e de 4,8x et offre un rendement dividende de 3,4%, une valorisation jugée correcte pour un titre défensif. D'ailleurs, en prenant en considération son fort potentiel de croissance et les opportunités de libéralisation des prix de vente du lait et celle de l'export, le multiple des bénéfices du groupe DH demeure raisonnable et en phase avec les normes internationales.
- Délance Holding dispose d'une forte résilience et d'une forte capacité d'innovation lui permettant de maintenir sa croissance historique à 2 chiffres. Le groupe Délance est un leader indétrônable sur les segments lait et produits laitiers frais et est en nette progression sur le segment fromage et celui des boissons. Ainsi, nous restons fortement positifs quant aux perspectives du groupe Délance Holding et recommandons d'**ACHETER** le titre à ce niveau de cours avec des perspectives positives.

PRÉSENTATION DU GROUPE DÉLANCE HOLDING

- Fondé en 1978 par Mr Mohamed MEDDEB, le Groupe Délance a démarré ses activités par une petite unité de fabrication de produits frais. Aujourd'hui le groupe DH est formé de 8 sociétés, articulées autour de 6 pôles et opérant principalement sur 4 activités:

⇒ **Lait et dérivés**: premier contributeur au CA du groupe, il s'agit de la production du lait frais sous ses différentes formes (entier, demi écrémé, etc...), du lait fermenté (raieb, Lben), du beurre et de la crème. Cette activité est assurée par la Centrale Laitière du Nord (CLN), la Centrale Laitière du Cap bon (CLC) et du dernier né la Centrale Laitière de Sidi Bouzid (CLSB).

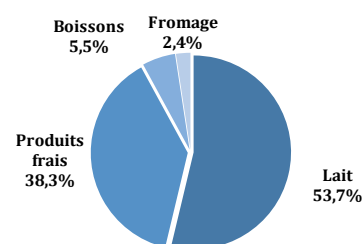
⇒ **Produits laitiers frais**: C'est l'activité de production de yaourt et de dessert par la société STIAL en partenariat avec le leader mondial des produits frais DANONE

⇒ **Fromage**: cette activité a été lancée en 2008 en association avec le deuxième fromager français et cinquième mondial à savoir la société BONGRAIN. L'activité fromage est assurée par la société la Compagnie Fromagère.

⇒ **Boissons**: il s'agit des jus et boissons gazeuses, activité assurée par la SBC.

- En plus des ces activités principales, le groupe dispose de sa propre structure commerciale la SOCOGES, une filiale qui assure la distribution des produits du groupe et constitue le pivot central des ventes du groupe.

Répartition du CA par produit (2014)



Source : Rapport d'activité du groupe 2014

- Le groupe Délice est le leader tunisien des produits laitiers avec une capacité de transformation avoisinant les 1 900 000 litres par jour ce qui représente environ 56% de la capacité nationale installée.
- Le groupe a aussi capitalisé sur la notoriété de la marque française Danone et sur la diversité de la gamme de produits offerts (Délice -Danone, Milkana, DANUP, Activia ...) pour s'assurer une forte présence sur le marché tunisien avec une part de marché de 59% dans le lait et 66,3% dans les produits frais. Pour les boissons, délice est le challenger avec une part de marché de 28% et le troisième pour le fromage.

ANALYSE FINANCIÈRE

- Grâce à son caractère défensif, le groupe DH a affiché une forte croissance courant ces dernières années, matérialisée par un CA en hausse moyenne à deux chiffres soit 15,7%. En effet, le groupe a profité de l'effet conjugué de l'augmentation de ses volumes de ventes et de la hausse des prix des vente notamment du lait qui reste le principal contributeur au CA du groupe.
- Cette croissance a été favorisée par la forte notoriété du groupe, par un mix-produit diversifié et aussi par un réseau de distribution bien implanté lui permettant de couvrir l'ensemble du territoire et d'acquérir la position de leader sur les segments lait et produits frais.
- En 2014, le groupe a réussi à s'assurer une croissance à 2 chiffres (15,5%) malgré la détérioration du pouvoir d'achat du tunisien, et la baisse des exportations vers la Libye. Pour 2015 on s'attend à une accélération du rythme de croissance des revenus à 17,6% à 761 MDt suite à la bonne tenue de l'ensemble des branches et notamment le Fromage et les boissons . D'ailleurs au 30/09/2015, les revenus consolidés se sont améliorés de 10% à 542 Mdt .

TCAM 2011-2015e Lait = 13,8%

TCAM 2011-2015e Produits Frais = 13,8%

TCAM 2011-2015e Boissons = 16,8%

TCAM 2011-2015e Fromage = 40,4%

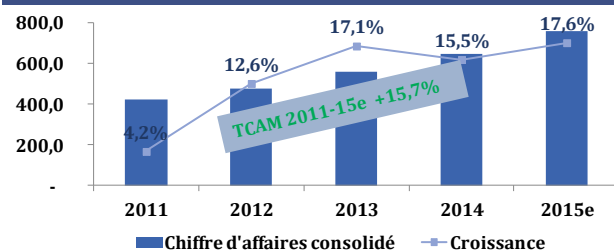
- La maîtrise de la chaîne de création de valeur et plus particulièrement du processus de production et de vente, en amont et en aval, ont permis la croissance continue des taux de marges brutes. En 2014, la marge d'EBE a été pénalisée par la hausse des charges de personnel suite aux recrutements de 466 salariés dont 300 pour la nouvelle centrale laitière de Sidi Bouzid et 100 autres pour la compagnie fromagère.

- En termes de rentabilité des pôles d'activité, même si le pôle lait reste le premier générateur de revenus, ce sont les pôles produits frais et boissons qui assurent de meilleures marges, soit 19,3% et 14,6% respectivement contre 3,3% pour le lait. Le pôle fromage devrait commencer à être bénéficiaire à partir de 2015.

- Au niveau du **bottom line**, la croissance des ventes et la maîtrise du cycle d'exploitation ont permis une croissance remarquable des bénéfices (TCAM 2011-2015e = 19%). Ceci étant, en termes de taux de marge nette, la rentabilité du groupe Délice reste faible tirée par la lourdeur des investissements réalisés .

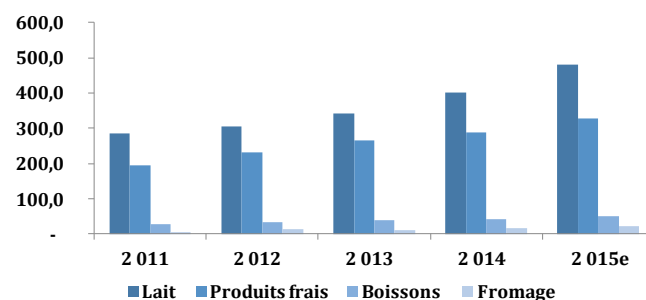
- En effet, le groupe Délice se distingue par rapport à la concurrence par une **forte innovation** et une qualité des produits bien perçue par les clients. Pour préserver cet avantage concurrentiel le groupe a adopté une stratégie d'investissement intensive avec une enveloppe moyenne de 40 MDt/an. Et grâce à ses cash flow opérationnels confortables, le groupe a pu non seulement autofinancer ses investissements mais aussi rémunérer ses actionnaires.

Evolution du CA consolidé (MDt)



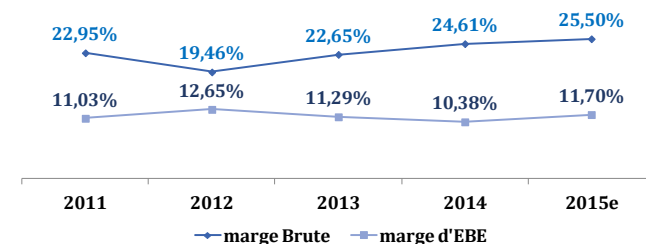
Source : Etats Financiers Consolidés, Estimations MAC SA

Evolution du CA par pôle d'activité



Source : Rapports d'activité du groupe, prévisions DH

Evolution des marges du groupe



Source : EF consolidés DH et prévisions MAC SA

Investissements et Financement

en MDt	2011	2012	2013	2014
Cash Flow opérationnel	42,0	55,8	43,6	60,6
Investissements	- 19,9	- 29,4	- 57,0	- 59,1
FCF	22,1	26,3	13,4	1,5
Dettes nettes	62,4	49,8	70,8	83,5
Fonds propres	77,2	87,4	101,9	127,8
Gearing	80,9%	57,0%	69,5%	65,4%

STRATÉGIE DE DÉVELOPPEMENT ET PRÉVISIONS DE CROISSANCE

• Opérant dans le secteur de l'agroalimentaire et dans le segment des biens de grande consommation, le groupe DH affiche une forte résilience. Confortablement installé sur le marché tunisien, le groupe Délice reste le leader incontesté sur les segments lait de boissons et les produits laitiers frais. Ce leadership est expliquée d'une part, par la maîtrise parfaite de la chaîne de valeur en amont (assistance aux petits éleveurs, le projet de microcrédit, etc.) mais aussi de l'aval avec une force de distribution très importante permettant de couvrir l'ensemble du territoire et de fournir l'ensemble de la chaîne de distribution. D'autre part, le fort partenariat avec le groupe DANONE a permis un transfert de savoir-faire indéniable aussi bien en terme de production que de vente.

Etat de résultat prévisionnel 2015 -2017					
en MDt	2014	2015e	2016e	2017e	TCAM
Revenus	660,4	776,5	912,7	1 075,7	17,7%
<i>Croissance</i>	<i>16,3%</i>	<i>17,6%</i>	<i>17,5%</i>	<i>17,9%</i>	
EBE	67,2	89,3	106,2	129,6	24,5%
<i>Taux de marge d'EBE</i>	<i>10,4%</i>	<i>11,7%</i>	<i>11,8%</i>	<i>12,2%</i>	
Résultat net Consolidé	25,3	32,2	39,1	50,0	25,6%
<i>Croissance</i>	<i>2,5%</i>	<i>27,6%</i>	<i>21,5%</i>	<i>27,9%</i>	
<i>Taux de marge nette</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,7%</i>	

Source: Estimations MAC SA

- Pour l'activité Fromage, lancée en 2009, le groupe occupe désormais la troisième position et reste le challenger du marché pour les boissons. Sur ces deux pôles d'activité les potentiels de croissance sont assez importants vu les faibles taux de consommation par rapport aux pays voisins mais aussi occidentaux. Par exemple pour les boissons, la consommation par habitant en Tunisie est en moyenne de 12,2L (2014) contre 28L en Algérie et 54L en Libye. Pour le fromage, la consommation moyenne en Tunisie est de 1,2KG/habitant alors qu'elle est de 10Kg en Egypte et 28 Kg en France.
- Avec ces positions confortables sur le marché national, le fer de lance pour le groupe reste l'export et notamment vers la Libye où les produits sont bien connus et appréciés. D'ailleurs, l'accord dernièrement par le ministère du commerce d'exporter le lait sans autorisation préalable constitue une opportunité de taille pour le secteur. Et le groupe Délice reste le plus avantageux vu ses grandes capacités de production puisqu'il détient 56% de la capacité industrielle installée du pays.
- De plus et selon le management, la libéralisation du prix du lait ne fera qu'améliorer l'offre qualitativement et accroître le niveau de consommation locale. Ca sera encore une opportunité de taille pour ce leader du marché.
- Tout en consolidant ses parts de marchés sur les deux principaux segments lait de boisson et produits frais, le management compte désormais se focaliser sur l'activité fromage qui commence à devenir profitable et sur l'activité boissons qui dégagent des marges beaucoup plus élevées et ont un potentiel de croissance important.

COMPORTEMENT BOURSIER ET RECOMMANDATION

- Introduit à la bourse de Tunis à la mi-Octobre 2014, le titre attire bien les investisseurs étrangers qui détiennent actuellement plus de la moitié de la partie du capital ouverte au public, soit 9,05% (y compris la participation de la CTKD). La forte capitalisation, le caractère défensif, les produits de grandes consommation, la forte notoriété, et les perspectives prometteuses sont autant de critères sur lesquels ces investisseurs ont basé leurs choix.
- Jusqu'avant les événements de Bardo, le titre s'affichait dans un trend bien haussier et touchant un plus haut de 16,9 DT mais par la suite et à l'instar de l'ensemble du marché boursier, le titre a renversé sa tendance pour s'échanger actuellement à 14DT, soit 0,16% en dessous de son prix d'introduction (ajusté).
- Le titre DH s'échange actuellement à un P/E 2015e de 23,9x, et offre un rendement dividende de 3,4%, une valorisation jugée correcte pour un titre défensif. D'ailleurs, en prenant en considération son fort potentiel de croissance, le P/E du groupe DH demeure raisonnable et en phase avec les normes internationales.
- Délice Holding dispose d'une forte résilience et d'une forte capacité d'innovation lui permettant de maintenir sa croissance historique à 2 chiffres. Etant bien positionné sur la marché tunisien, le groupe pourra tirer pleinement profit des opportunités de libéralisation des prix du lait et surtout de l'autorisation d'exporter librement. Ainsi, nous restons fortement positifs quant aux perspectives du groupe Délice Holding et recommandons d'ACHETER le titre à ce niveau de cours avec des perspectives positives.

Multiples des bénéfices des comparables internationaux

Niveau P/E 2015e	Derniers douze mois
Almarai Co., Ltd.	25,71
Centrale Laitière SA	45,18
Danone SA	20,35
Emmi AG	16,51
Nestle S.A.	21,89
Parmalat S.p.A.	21,94
Juhayna Food Industries	25,12

Source: Infinaancials 27/10/2015

Annexe

en MDt	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	TCAM 14-17
Revenus	425,3	478,6	560,7	647,6	763,5	899,7	1 062,7	17,95%
Autres produits d'exploitation	21,3	24,9	7,0	12,8	13,0	13,0	13,0	0,50%
Total des produits d'exploitation	446,6	503,5	567,7	660,4	776,5	912,7	1 075,7	17,66%
Achats consommés	327,7	385,5	433,7	501,0	568,8	667,6	784,3	16,11%
Marge Brute	97,6	93,1	127,0	159,4	194,7	232,1	278,4	20,44%
<i>Taux de la marge brute</i>	<i>22,95%</i>	<i>19,46%</i>	<i>22,65%</i>	<i>24,61%</i>	<i>25,50%</i>	<i>25,80%</i>	<i>26,20%</i>	
Charges de personnel	35,9	37,9	44,3	52,7	59,6	72,0	85,0	17,28%
Autres charges d'exploitation	25,2	31,3	32,4	38,8	45,8	54,0	63,8	18,04%
EBE	46,9	60,6	63,3	67,2	89,3	106,2	129,6	24,48%
<i>Taux de marge d'EBE</i>	<i>11,03%</i>	<i>12,65%</i>	<i>11,29%</i>	<i>10,38%</i>	<i>11,70%</i>	<i>11,80%</i>	<i>12,20%</i>	
Amt et prov	20,8	30,4	22,5	25,7	38,2	45,0	53,1	27,45%
Charges financières nettes	4,6	3,5	5,3	7,4	8,2	9,0	9,8	9,82%
Résultat des activités ordinaires avant impôt	21,6	27,6	33,8	34,0	43,0	52,2	66,7	25,15%
Impôt sur les bénéfices	6,4	6,8	1,0	9,6	10,7	13,0	16,7	20,06%
Résultat des activités ordinaires après impôt	15,2	20,8	24,6	25,3	32,2	39,1	50,0	25,60%
<i>Taux de marge nette</i>	<i>3,75%</i>	<i>4,38%</i>	<i>4,46%</i>	<i>3,99%</i>	<i>4,22%</i>	<i>4,35%</i>	<i>4,71%</i>	
Résultat net consolidé (Part revenant au groupe)	15,9	21,0	25,0	25,8	32,2	39,1	50,0	24,67%

prévisions de MAC SA

MAC SA Intermédiaire en Bourse
Département Recherches et Analyses

Salma Zammit Hichri

Chef du département
 salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif

Analyste Financier Senior
 ibrahim@macsa.com.tn

Abdelmonam Jebali

Analyste Financier Junior
 abdelmonam@macsa.com.tn

Rahma Tayachi Lakhroua

Analyste Financier Junior
 Rahma.tayachi@macsa.com.tn

INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document n'est pas une offre, sollicitation ou recommandation à l'achat ou à la vente du titre mentionné.

Les jugements et estimations constituent notre réflexion personnelle et sont sous réserve de modifications sans préavis préalable. Elle s reflètent les opinions des analystes et peuvent coïncider ou pas avec les réalisations de la société. Les informations contenues dans le présent document sont obtenues de sources considérées fiables mais ne peuvent pas être garanties quant à leur précision.

MAC SA se désengage de toute responsabilité quant à l'inexactitude ou omission de ce ou tout autre document préparé par MAC SA au profit ou envoyé par MACSA à toute personne. Toute personne susceptible d'utiliser ce présent document est appelée à mener sa propre enquête et analyse de l'information contenue dans ce document et d'évaluer les bien-fondés et les risques liés au titre qui constitue le sujet de ce ou autre tel document.

MAC S Ase dégage de toute responsabilité d'une perte directe ou conséquente suite à l'utilisation de Ce document .

MAC SA n'a pas reçu et ne percevra aucune compensation de la part des sociétés mentionnées ou autre tiers pour la préparation du présent document.

Ce document vous est fourni uniquement pour votre information et ne devrait en aucun cas être reproduit ou redistribué à toute autre personne.

En acceptant ce rapport vous êtes tenus par les limitations précitées.

Recommandation de MAC SA	Définition
ACHETER	Cours cible de la valeur est $\geq 10\%$ par rapport au cours actuel
CONSERVER	Cours cible de la valeur est entre 10% et -10% par rapport au cours actuel
VENDRE	Cours cible de la valeur est $\leq -10\%$ par rapport au cours actuel