



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES / NOVEMBRE 2020

Rédigé le 31/08/2020

Délice Holding

L'heure est à l'écémage

Compte de résultat consolidé

En MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	746 901	794 548	844 483	965 361	1 100 511	1 210 562
<i>Progression</i>	-	6%	6%	14%	14%	10%
Marge brute	197 158	203 255	205 909	251 192	275 128	297 798
<i>Progression</i>	-	3%	1%	22%	10%	8%
Taux de marge brute	26%	26%	24%	26%	25%	25%
EBITDA	89 768	91 135	84 526	106 725	118 897	128 832
<i>Progression</i>	-	2%	-7%	26%	11%	8%
Marge d'EBITDA	12%	11%	10%	11%	11%	11%
Résultat net part du grouperetraité*	36 916	38 625	30 669	39 703	50 107	56 296
<i>Progression</i>	-	5%	-21%	29%	26%	12%
Marge nette	5%	5%	4%	4%	4%	4%

* Les résultats sont retraités des éléments exceptionnels comme la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat et la plus value sur cession de la participation dans Zitouna Bank (en 2019) pour un montant de 6,4MDt.

- 2019 a été l'année du rattrapage par excellence pour le Groupe Délice Holding. L'activité a nettement repris du poil de la bête et la rentabilité s'est nettement améliorée.
- Le Groupe a affiché une gestion salubre de la crise de la COVID-19 non seulement parce qu'elle a coïncidé avec la période de haute lactation mais aussi grâce à ses importantes capacités logistiques (maillage géographique efficace) et de stockage. Sur le premier semestre 2020 (qui tient compte d'environ trois mois de confinement), Délice a enregistré une croissance de ses revenus de 15%.
- Fruit de plusieurs années d'investissement dans l'innovation, dans l'élargissement de la gamme des produits, dans l'augmentation des capacités de transformation et dans l'optimisation de l'efficacité opérationnelle, le crû de 2019 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 nouveaux projets entrepris devraient permettre au Groupe, dans les prochaines années, 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 : 15,200 Dt

Acheter (+)

Actionnariat

Société MEDDEB Consulting*: 85%
Flottant: 15%
Capitalisation boursière: 835 MDt

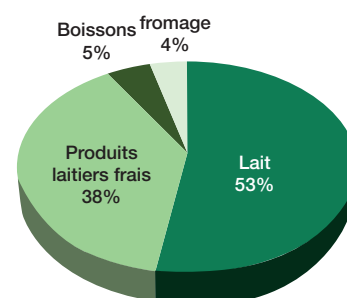
Ratios boursiers :**

PER 2020e: 16,7x
Yield 2020e: 2,7%
EV/EBITDA 2020e: 8,5x
ROE 2019: 31,9%
Performance 2020: +50%

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

** Données au 31 août 2020.

Structure du chiffre d'affaires (2019)





I- Présentation du Groupe Délice

■ Fondé en 1978 par Monsieur Mohamed MEDDEB, le Groupe Délice est spécialisé dans la fabrication et la vente de lait et de produits dérivés (yaourt, beurre, fromage, jus 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:

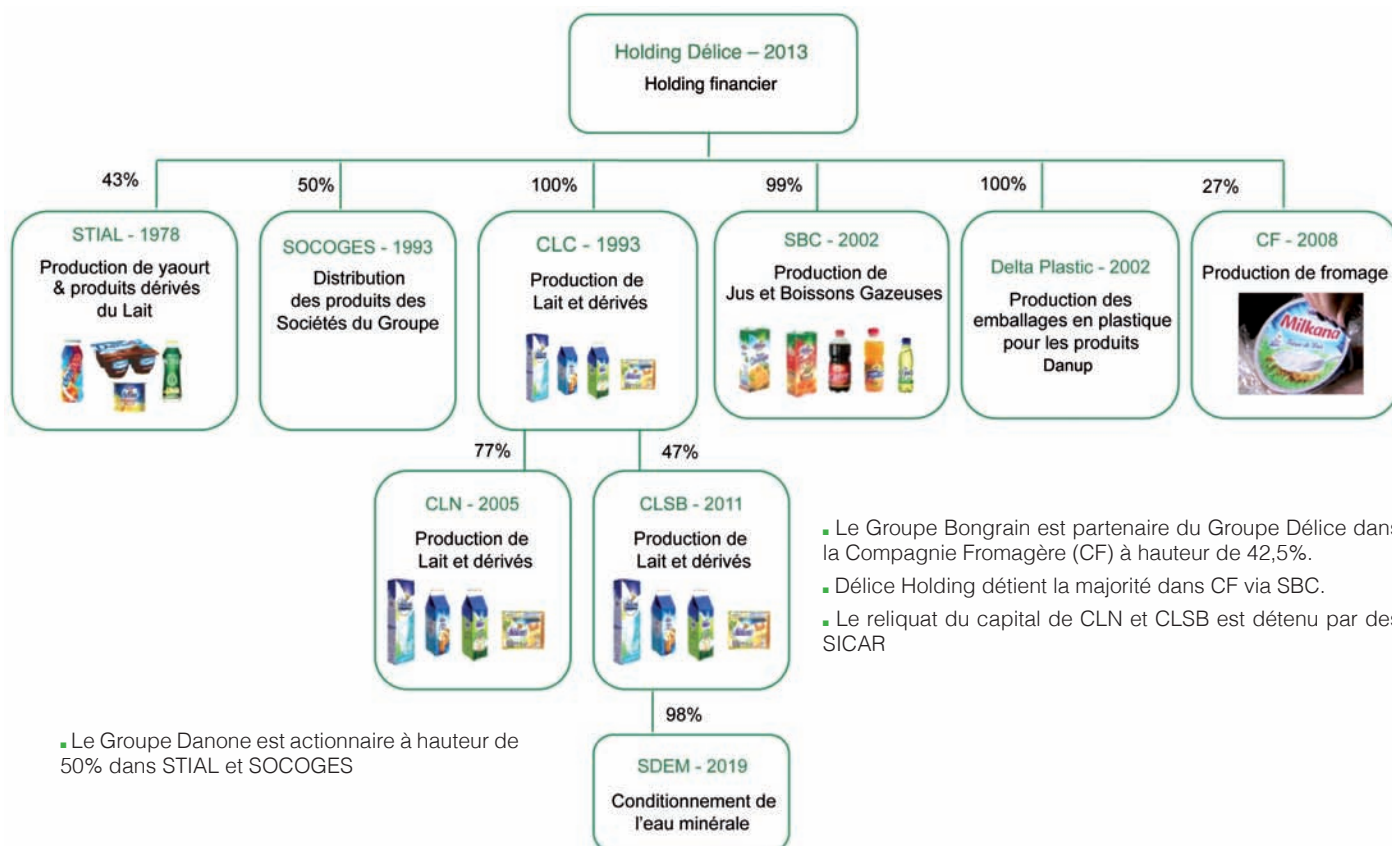
- 1^{er} sur le marché du lait avec 66% de part de marché (Vitalait est 2^{ème} avec 26%)
- 1^{er} sur le marché du yaourt avec 67% de part de marché (Vitalait est 2^{ème} avec 22%)

- 2^{ème} sur le marché des boissons (jus et autres boissons) avec 24% de part de marché (SNBG du Groupe Boujbel est leader avec 27% de part de marché)

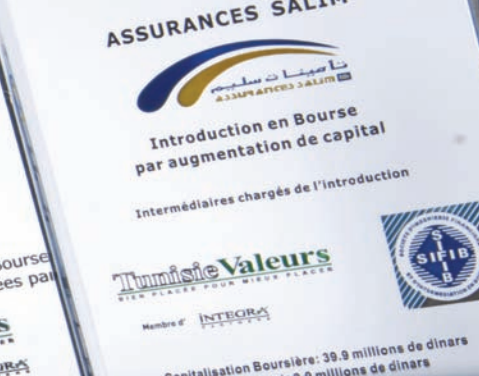
- 2^{ème} sur le marché du fromage avec 20% de part de marché (IAT du Groupe Mabrouk est leader avec 52% de part de marché).

■ Détenue 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



« 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, le champion national de l'industrie laitière en Tunisie »



REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES/NOVEMBRE 2020

II- Faits & éléments saillants de l'exercice 2019

■ 2019 a été l'année du rattrapage à tous les niveaux pour le Groupe Délice Holding. Les ventes ont repris du poil de la bête et la rentabilité s'est sensiblement améliorée grâce aux efforts d'investissements constants déployés par le management sur les dernières années.

■ Malgré la morosité ambiante (une croissance économique molle) et la conjoncture sectorielle difficile sur le métier de base (instabilité du stock national de lait de boisson, rigidité des prix à la vente et baisse du cheptel de vaches laitières et du nombre d'éleveurs), le leader de l'industrie laitière en Tunisie a enregistré une accélération notable de sa croissance et est parvenu à consolider son positionnement stratégique. Les revenus consolidés du Groupe ont enregistré une reprise de 14% à 965,4MDt, contre une progression moyenne de 9% sur la période 2014-2018.

■ Cette performance est le fruit d'une croissance à deux chiffres au niveau de tous les pôles métiers du Groupe, et de l'évolution appréciable du chiffre d'affaires à l'export qui s'est hissé de 64% à 29MDt.

1) Activité «lait»

■ Le pôle lait a résisté à la contre performance de la filière (quasi-stagnation des quantités de lait collectées à 848 millions de litres à l'échelle du secteur) avec une progression des revenus de 27% à 642MDt. Cette performance est notamment redevable aux efforts déployés par le Groupe sur l'amont de la filière et au soutien des petits éleveurs et centres de collecte; efforts qui ont permis à Délice de porter les quantités de lait collectées dans ses centres de

8% à 400 millions de litres en 2019.

■ Avec une contribution de 53% dans les revenus du Groupe, le pôle lait reste de loin le principal générateur de chiffre d'affaires pour le Groupe.

2) Activité «produits laitiers frais»

■ Le pôle produits laitiers frais a vu ses revenus grimper de 27% à 470MDt, profitant d'un effet volume favorable (+4% des quantités vendus) et d'une hausse moyenne des prix de 11% par rapport à 2018.

■ Sur cette ligne de métier Délice Holding a profité du retrait de deux marques concurrentes (Elbene et Yogo) du marché du yaourt et de la poursuite des efforts d'innovation avec le lancement de nouveaux produits comme le yaourt grec (OIKOS), les milkshake et la crème liquide.

3) Activité «boissons»

■ Le pôle boissons a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 60,6 MDt, soit une hausse annuelle de 21%. Cette performance est essentiellement due aux efforts d'investissement consentis sur les dernières années qui ont permis de doper le volume des ventes (+19% par rapport à 2018), d'étendre la gamme des produits des boissons gazéifiées aromatisées (Déli'O) et d'introduire de nouveaux produits à plus forte valeur ajoutée comme la boisson au jus gazéifiée (YOLO) en Tunisie et la boisson gazeuse «Bitter» en Libye.

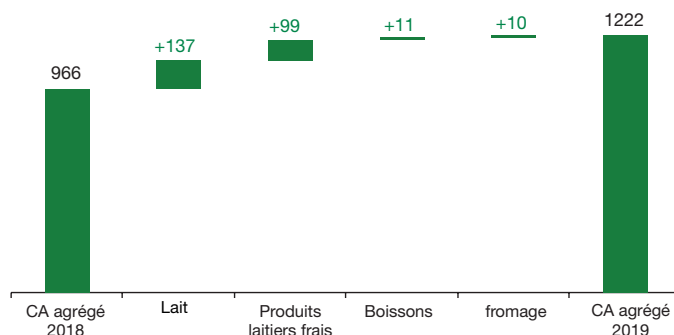
4) Activité «fromage»

■ Cette activité a vu son chiffre d'affaires augmenter de 25% à 50MDt. L'implication croissante du partenaire SAVENCIA a valu au Groupe Délice de stabiliser la qualité de ses produits et de consolider son positionnement.

■ 2019 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 de la STIAL et de la CLC) ont permis de contrebalancer les tensions inflationnistes subies sur les matières premières.

■ La marge brute a cru à un rythme plus rapide que les revenus (+22% à 251MDt) et le taux de marge brute a progressé de 1,5 point de taux à 25,7%. Il en va de même pour la rentabilité d'exploitation qui a pu absorber l'envolée des frais généraux (+19% à 144MDt pour la masse salariale majorée des autres charges opératoires). L'EBITDA s'est apprécié de 26% à 106,7MDt et la marge d'EBITDA s'est établie à 10,9% à fin 2019, soit un gain de 1 point de taux par rapport à l'année 2018.

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



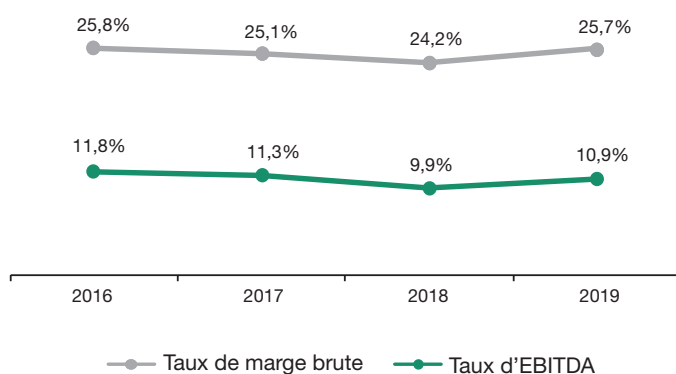
■ Malgré le tassement du climat des affaires, Délice Holding n'a pas perdu l'appétit pour l'investissement. Le Groupe a déboursé une enveloppe de 210MDt d'investissements sur les trois dernières années; une politique dynamique visant à: **1)** perfectionner l'outil de production (introduction d'innovations dans l'usine de Sidi Bouzid et lancement du projet de cogénération), **2)** à augmenter la capacité de production (construction d'une nouvelle usine de production de jus et extension de capacité de l'usine de production de fromage)

et **3)** à pénétrer le segment de l'eau minérale (construction d'une unité de conditionnement d'eau minérale).

■ Pour financer ces investissements, le Groupe a dû recourir à l'endettement. En l'espace de trois ans, la dette nette a été multipliée par 1,6x à 179MDt et le ratio du gearing est passé de 41% en 2017 à 85% fin 2019. Cette évolution nous semble peu alarmante au regard de la nature capitalistique de l'activité du Groupe et de son aptitude à générer des cash flow abondants dans les prochaines années.



Evolution des marges

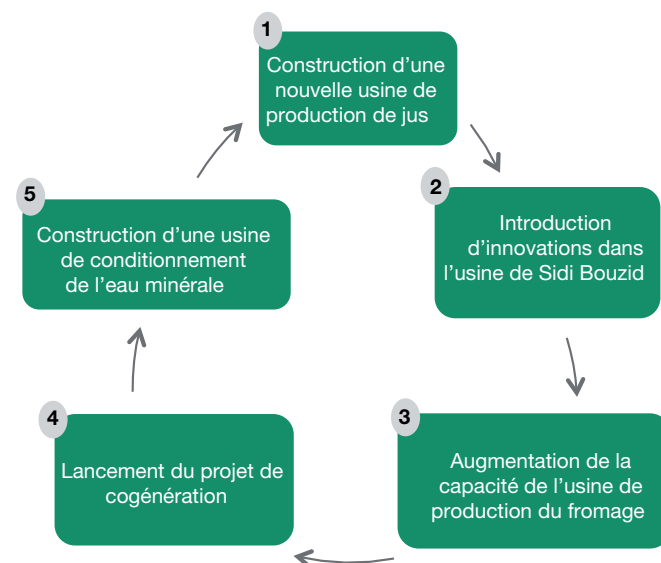


En MDt	2016	2017	2018	2019
Cash Flow d'exploitation	93,0	68,0	39,1	44,6
Investissements	33,3	54,0	69,8	86,6
Free Cash Flow	59,8	14,0	-30,7	-42,0
Dette Nette	57,0	68,0	108,5	179,1
Gearing	38%	41%	60%	85%
ROE	34%	32%	22%	32%
ROCE	21%	24%	17%	17%

■ Le recours croissant à l'endettement sur les dernières années s'est naturellement reflété au niveau des charges financières. Ces dernières se sont appréciées de 28% à 18MDt en 2019. Il est à noter que le Groupe profite de conditions d'emprunts avantageuses grâce à sa bonne signature auprès du système bancaire. Les frais financiers ont également été impactés par les retards fréquents sur le paiement de la subvention d'exploitation de l'Etat relative au lait UHT.

■ Côté bottom line, Délice a réalisé une croissance de son résultat net part du groupe de 29% à 39,7MDt. Ce chiffre ne tient pas compte de la réalisation d'une plus-value exceptionnelle de 6,4MDt sur la cession de la participation dans Zitouna Bank. A souligner que la mobilisation du levier financier a eu un effet bénéfique sur la rentabilité des fonds propres. Le ROE est passé à 32% en 2019 contre 22% en 2018.

Les investissements du Groupe sur les trois dernières années



III- Perspectives d'avenir & prévisions

■ Le Groupe maintient 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 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 devrait entrer en production dans les prochaines semaines.

3) et à une structure des coûts plus optimisée.

■ 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. Le cas le plus illustratif est celui de la technologie PEHD aseptique dans laquelle le Groupe est pionnier en Tunisie depuis 2019.

■ Le Groupe a affiché une gestion salubre de la crise de la COVID-19 non seulement

parce qu'elle a coïncidé avec la période de haute lactation mais aussi grâce à ses importantes capacités logistiques (maillage géographique efficace) et de stockage. Sur le premier semestre 2020 (qui tient compte d'environ trois mois de confinement), Délice a enregistré une croissance de ses revenus de 15%.

■ La croissance sera également au rendez-vous sur les deux prochaines années. Sur la période 2020-2021, nous tablons sur une progression moyenne des revenus de 12% et sur une hausse moyenne du résultat net part du groupe (hors éléments exceptionnels) de 19%, dépassant le cap de 50MDt à partir de 2020. Ces prévisions tiennent compte de l'augmentation récente des prix du lait UHT et de ses effets positifs sur les marges et la rentabilité du Groupe.

IV- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

■ La période 2018-2019 a été particulièrement difficile sur le plan boursier pour le fleuron national de l'industrie laitière. Durant cette période, Délice a perdu 30% de sa capitalisation sur fond de perturbations dans l'approvisionnement en lait frais.

■ En 2020, le titre a largement rattrapé ses contreperformances

des 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 50%, portant sa capitalisation à 835MDt. Le parcours du titre a été favorisé par le comportement de «*Flight to Quality*» des investisseurs et par la ruée sur les valeurs défensives.

■ Délice Holding traite actuellement à des multiples de 16,7 ses bénéfices et 8,5x son EBITDA estimés en 2020; 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.

« 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.

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E 2020e	EV/EBITDA 2020e
Juhayna Food Industries	Egypte	15,4	6,8
Arabian Food Industries Co.	Egypte	12,2	7,3
Almarai Co., Ltd.	Arabie Saoudite	27,4	15,0
Saudia Dairy & Foodstuff Co.	Arabie Saoudite	16,9	11,1
Tat Gida Sanayi A.S.	Turquie	11,3	9,2
Nestle Nigeria Plc	Nigeria	20,3	11,9
Danone SA	France	17,7	11,8
Savencia SA	France	7,2	4,0
Nestle S.A.	Suisse	25,6	18,2
Saputo Inc.	Canada	19,8	11,6
The Kraft Heinz Co.	Etats-Unis	13,0	11,1
Megmilk Snow Brand Co, Ltd	Japon	12,9	6,3
Vietnam Dairy Products Corp.	Vietnam	19,1	12,4
Bright Dairy & Food Co	Chine	39,9	11,0
Médiane internationale		17,3	11,1
SFBT	Tunisie	21,6	13,1
Délice Holding	Tunisie	16,7	8,5
Médiane de l'échantillon		19,5	12,1

Performances boursières du titre Délice Holding

