

Réaction aux réalisations du premier semestre 2021

DH, 2020 l'année de tous les records

DH – Acheter – Cours Cible : 17.4 Dt (+ 19% vs cours boursier actuel)

Bien que l'année 2020 a été marquée par la pandémie qui a affecté tous les secteurs d'activité, le groupe Délice Holding a encore une fois montré sa forte résilience. A fin 2020, les revenus consolidés du groupe DELICE HOLDING ont dépassé le cap symbolique de 1 000 millions de Dinars pour s'élever à 1078 Mdt, **soit une évolution de 10.1%** par rapport à 2019. Cette croissance a été réalisée grâce à l'amélioration de son positionnement stratégique sur les différents segments du business et de **l'évolution du Chiffre d'Affaires à l'export** qui est passé à 32.6 Mdt contre 29,1 Mdt en 2019 et 17.7 Mdt en 2018.

Indéniablement, le groupe DELICE HOLDING reste **le leader sur le segment lait** avec une PDM de 67%. Ce Pôle Lait a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 742.4 MDT, 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 les 418.6 Millions de Litres (+4.6% vs 2019).

Locomotive de la rentabilité du groupe, DH est également **leader sur le segment « produits frais »** avec une PDM de 66.8%. Les ventes de ce segment sont restées quasiment stables en 2020 (- 0,4%) à 468.1 Mdt. Cependant le pôle produits frais a su améliorer ses indicateurs de rentabilité, en maîtrisant ses charges et en optimisant ses ressources.

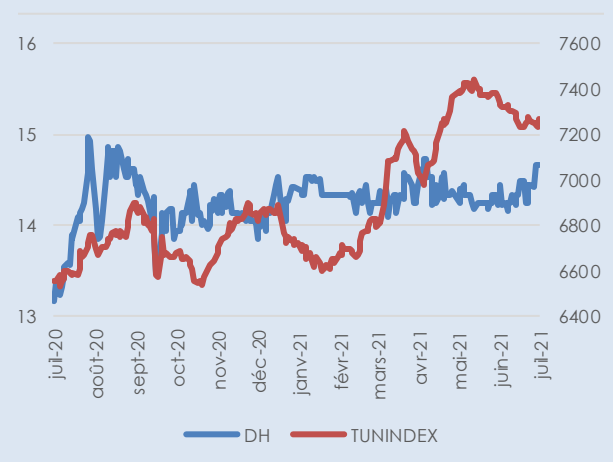
Le pôle boissons a continué sur sa lancée en enregistrant une croissance de son CA de 18.2% par rapport à l'exercice précédent à 71.6 Mdt. Cette performance est due essentiellement aux bonnes réalisations des activités boissons gazeuses et jus petit format, dont les ventes ont progressé de 45% et 11% respectivement. D'ailleurs, **le groupe est passé de position de challenger à leader du marché des jus avec plus de 28,7%** de part de marché. Cette avancée est le fruit des innovations et des investissements lors des dernières années qui ont permis, l'augmentation des volumes de vente et l'introduction de nouveaux produits ayant une forte valeur ajoutée, et un impact important sur la progression des ventes.

Données Générales

Cours (Dt) 16/07/2021	14.65
Cours Cible (Dt)	17.4
Potentiel	+19%
Capitalisation boursière (Mdt)	804
Cours moyen pondéré sur 1 an (Dt)	14.6
Plus haut sur 1 an (Dt)	15.2
Plus bas sur 1 an (Dt)	13.0
Volume quotidien moyen depuis 1 an (kDt)	493

En Mdt	2019	2020	2021e
Revenus	978,8	1 078,0	1 175,0
EBITDA	106,7	134,9	152,7
EBIT	59,9	82,2	99,9
Résultat Net PG	46,5	57,8	71,6
VE/CA	1,0	0,9	0,8
VE/EBITDA	9,0	7,1	6,3
P/E	17,3	13,9	11,2
P/BV	3,9	3,3	2,8
Dividend Yield	2,3%	2,5%	2,7%

Cours boursier depuis 1 an

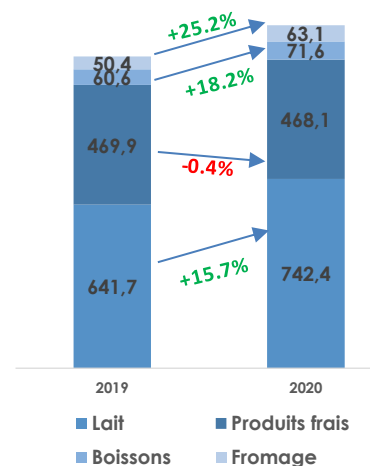


Performance Boursière	3 m	6m	12m
DH	1.5%	1.7%	11.3%
Tunindex	3.4%	8.2%	10.8%

Le pôle Fromage est resté sur une bonne trajectoire en réalisant un CA consolidé de 63.1 MDT, soit une progression de 25.2% par rapport à 2019. L'implication du partenaire SAVENCIA, l'un des mastodontes de l'industrie fromagère à l'échelle mondiale, a permis la stabilité en matière de qualité des produits, et la consolidation du positionnement du Groupe en tant que **challenger de taille** pour le leader local du segment Fromage avec une PDM de 24%, soit +2 pb par rapport à 2019.

Evolution des ventes 2020 vs

2019 par pôle (en Mdt)



L'année 2020 a été aussi marquée par le début de la commercialisation, à partir du mois d'Octobre, de l'eau minérale Délice qui a rencontré un franc succès vu sa faible teneur en nitrates. Cette nouvelle activité qui profiterait de la logistique bien installée et devrait renforcer davantage le positionnement du groupe et lui permettre d'accroître ses revenus et ses marges dans un segment aussi défensif.

Malgré une conjoncture économique défavorable, induisant des pressions inflationnistes et les changements des habitudes du consommateur tunisien à la suite de la pandémie de COVID-19, le groupe Délice Holding a réussi à consolider sa performance opérationnelle. Ainsi, **DH a réalisé une marge brute en croissance de 17%, un EBITDA en hausse de 26.4% et un résultat d'exploitation en progression de 37.2% par rapport à 2019. Le groupe a dégagé un taux de marge brute de 27.3%, et un taux de marge d'exploitation de 7.6%. Cette performance a été rendue possible grâce aux programmes de productivité et d'efficacité énergétique, et l'optimisation des coûts.**

Le RNPG du groupe, a enregistré aussi en 2020 un niveau record soit 57.8 Mdt (vs. 46.5 M Dt en 2019), en hausse de 24.3% (et de 43% du RNPG retraité de la plus-value de cession sur cession d'immobilisations de 6.3 Mdt) induisant ainsi une marge nette de 5.4%, et un ROE de 23.1%.

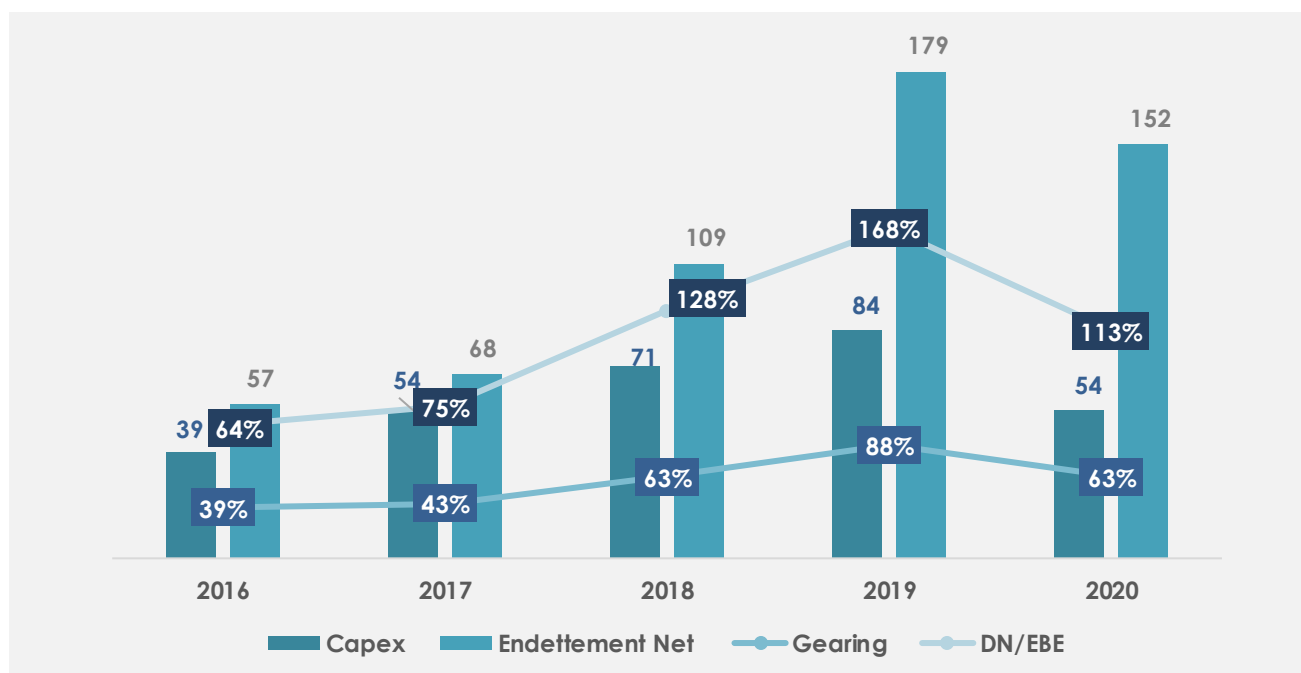
Réalisations 2017-2020

En Mdt	2017	2018	2019	2020	TCAM 17-20
Revenus	809,2	851,8	978,8	1 078,0	10,0%
Marge Brute	203,3	205,9	251,2	294,2	13,1%
<i>Taux de la marge Brute</i>	25,1%	24,2%	25,7%	27,3%	
EBE	91,1	84,5	106,7	134,9	14,0%
<i>Taux de marge d'EBE</i>	11,3%	9,9%	10,9%	12,5%	
Résultat d'Exploitation	59,2	48,2	60,0	82,2	11,6%
<i>Taux de marge d'exploitation</i>	7,3%	5,7%	6,1%	7,6%	
Résultat Net PG	38,6	30,9	46,5	57,8	14,4%
<i>Taux de marge Nette</i>	4,8%	3,6%	4,8%	5,4%	

En plus de la nette amélioration des performances de l'exploitation, **le groupe DH affiche une structure financière saine avec un niveau d'endettement maîtrisé soit un gearing de 63.2% en 2020 et un ratio Dette**

nette/ EBE de 1.1x. Une situation qui devrait se poursuivre courant les prochaines années puisque la Direction Générale du Groupe 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 54,4 MDT, soit 5% des revenus consolidés.

Evolution de la structure financière du groupe Délice Holding (en Mdt)



Réalisations au S1 –2021

Sur la même lancée que 2020, le groupe a affiché au 1S2021 des revenus en progression de 10.2% à 588 Mdt. La croissance a été alimentée principalement par le marché local qui a augmenté de 13% au 2T 2021 (+11% sur le premier semestre).

Réalisations de DH au premier semestre 2021

En Mdt	1T2021	1T2020	Var	2T2021	2T2020	Var	1S2021	1S2020	Var
Revenus	288,4	265,3	8.7%	299.5	266.1	+12.5%	587.9	531.4	+10.6%
Local	279,8	256,7	9.0%	289.5	256.2	+13,0%	569.3	513.0	+11.0%
Export	8,6	8,6	0.5%	9.9	9.8	+0.9%	18.6	18.5	+0.7%
Investissements	13,0	11,1	17,4%	6.9	8,7	-20,4%	19.9	19.8	+0.8%
Endettement							133.7	223.2	-40.1%

Malgré la persistance de la crise du COVID-19 et ses retombées économiques, et la situation difficile dans le secteur du lait, le leader de l'industrie laitière en Tunisie a enregistré une accélération de sa

croissance. En effet, il semblerait que le lancement de l'activité eaux minérales en octobre 2020 a été bénéfique pour le groupe. Une telle activité est génératrice de marge et permettrait de compenser les faibles marges du segment du lait qui reste encore subventionné.

Nous estimons que les projets entamés en termes de maîtrise de l'énergie et d'augmentation de capacité devraient permettre au groupe, dans les prochaines années de consolider son positionnement sur les segments générateurs de rentabilité pour le groupe.

Opinion et Valorisation

Les bonnes réalisations de 2020 et la poursuite de la croissance des ventes au S1-2021, confirment, selon nous la résilience du groupe et sa capacité à renouer durablement avec des niveaux de marges appréciables ne justifiant pas son cours actuel. En effet, DH s'échange actuellement à un multiple d'EBE 2021^e (VE/EBE) de 6.3x et un P/E 2021^e de 11.2x bien au-dessous des multinationales qui opèrent dans des marchés matures, comme montré dans le tableau ci-contre. A notre avis, le niveau de valorisation actuelle de DH nous semble bas pour un titre aussi défensif et avec un potentiel de croissance considérable.

Présentation des principaux comparables de DH

	Capitalisation (M US\$)	P/E 2021E	VE/revenus 2021e	VE/EBITDA 2021e
NESTLE S.A.	346 942	25,6	4,1	18,5
DANONE S.A.	44 804	17,6	2,1	11,4
SAVOLA GROUP COMPANY	5 833	21,1	1,5	15,5
EMMI AG	5 734	24,8	1,5	13,9
SAVENCIA SA	1 123	8,0	0,3	4,2
ALMARAI COMPANY	15 703	29,2	4,3	16,5
SAUDIA DAIRY & FOODSTUFF	1 461	19,7	2,2	12,1
JUHAYNA FOOD INDUSTRIES	335	9,4	0,8	5,0
MEDIANE		20.4	1.8	13.0
DELICE HOLDING	288	11.2	0.8	6.3

Source : CapitalIQ, MAC SA

Nous considérons que dans la configuration de marché actuelle : position de leader sur le lait et les produits frais et les jus, challenger sur le fromage et les boissons, 2021 année pleine de vente de l'eau minérale, DELICE HOLDING devrait atteindre aisément, en 2021, le seuil de 13% en termes de marge d'EBITDA et qui s'améliorerait progressivement durant les prochains exercices.

De plus, le groupe a pris la décision de ralentir ses investissements, avant même la propagation de la pandémie COVID-19. Cette décision a été perceptible en 2020 avec un niveau de capex de 54 Mdt contre 84 Mdt en 2019 et 71 Mdt en 2018. Ce qui permettrait d'améliorer davantage la structure financière du groupe en limitant son recours à l'endettement bancaire.

Nous estimons donc que le titre est actuellement sous-valorisé et recommandons de l'ACHETER avec un objectif de cours de 17.4Dt (vs. 14.65 Dt le 16/07/2021), correspondant à un potentiel de hausse de 19%.

Notre optimisme sur la valeur se justifie notamment par sa forte résilience en temps de crise, son positionnement stratégique sur le marché tunisien avec sa grande capacité de production, ses opportunités à l'export, et son niveau élevé de différenciation par rapport à la concurrence (en qualité et innovation), son récent lancement de l'activité eaux minérales génératrice de marge.

Considérant le caractère défensif de la valeur, l'amélioration de la profitabilité du groupe, les perspectives de développement, nous restons fortement positifs sur le groupe Délice Holding quant à sa capacité de maintenir le cap de la croissance d'autant plus que les investissements réalisés au cours des deux dernières années notamment pour la mise en bouteille de l'eau minérale commenceront à générer des revenus dès cette année. **Ainsi, et sur la base de l'ensemble de ces facteurs, nous recommandons d'ACHETER le titre au niveau de cours actuel.**

Juillet 2021

MAC SA- Intermédiaire en Bourse

Green Center, Rue du Lac Constance

1053- Les Berges du Lac – Tunisie

Tél : + 216 71 964 102

Fax : + 216 71 960 903

Email : macsa@macsa.com.tn

Web : www.macsa.com.tn

Département Recherches

Salma Zammit Hichri

Chef du département

salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif

Analyste Senior

ibrahim@macsa.com.tn

Informations importantes

Les droits attachés à ce document sont réservés exclusivement à MAC SA. De ce fait, ce document ne peut en aucun cas être copié, photocopié, dupliqué en partie ou en totalité, sans l'accord exprès écrit de MAC SA. Ce document ne peut être distribué que par MAC SA. Ce Document est confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable de MAC SA. Si vous recevez ce document par erreur, merci de le détruire et de le signaler immédiatement l'expéditeur.

Ce document est communiqué à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement. Il est destiné à être diffusé indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier.

Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document est fondé sur des informations publiques soigneusement sélectionnées. Cependant, MAC SA ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. De Plus les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par MAC SA à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. MAC SA se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Plus généralement, MAC SA, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que ses directeurs, administrateurs, associés, agents représentants ou salariés rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis, ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de MAC SA.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

MAC SA ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.