

Rédigé le 08/06/2023

Délice Holding: le champion national de l'industrie laitière confirme sa résilience

Plan de la note de recherche

- I- Points clefs
- II- Présentation du Groupe Délice
- III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022
- IV- Perspectives d'avenir & prévisions
- V- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

Avertissement

« Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de Tunisie Valeurs à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant Tunisie Valeurs ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de cette valeur.

Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation ».

Délice Holding: le champion national de l'industrie laitière confirme sa résilience

I- Points clefs

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Chiffre d'affaires	844,5	965,4	1 060,3	1 164,9	1 266,9	1 379,2
<i>Progression</i>	-	14,3%	9,8%	9,9%	8,8%	8,9%
Marge brute	205,9	251,2	294,2	326,6	338,2	367,7
<i>Progression</i>	-	22,0%	17,1%	11,0%	3,6%	8,7%
Taux de marge brute	24,4%	26,0%	27,7%	28,0%	26,7%	26,7%
EBITDA	84,5	106,7	134,9	141,3	154,3	167,4
<i>Progression</i>	-	26,3%	26,4%	4,7%	9,2%	8,5%
Marge d'EBITDA	10,0%	11,1%	12,7%	12,1%	12,2%	12,1%
Résultat net part du groupe	30,9	46,5	57,8	70,4	78,5	88,8
<i>Progression</i>	-	50,6%	24,3%	21,7%	11,6%	13,1%
Marge nette	3,7%	4,8%	5,5%	6,0%	6,2%	6,4%

Sources: états financiers consolidés de Délice Holding et prévisions de Tunisie Valeurs.

◆ **Malgré une conjoncture économique difficile, profondément marquée par les répercussions de la guerre en Ukraine, les difficultés de l'amont laitier, la hausse de l'inflation et la baisse du pouvoir d'achat du consommateur tunisien, le Groupe Délice a atteint en 2022, des jalons très importants et a réalisé des performances records, qui consolident les acquis des exercices précédents. Délice continue à rationaliser ses « CAPEX » et a mis en place des solutions de financement intragroupe. Résultat des courses: le Groupe est entrée dans une phase de désendettement et de génération de cash-flows qui continue à conforter sa trésorerie et à réduire sensiblement le poids de ses charges financières nettes.**

◆ **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, les résultats de 2022 confirment la résilience du Groupe aux obstacles et défis récurrents. 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 accélérant 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 demi-écrémé, devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour l'action. Nous réitérons notre recommandation à l'achat sur le titre.**

Prix* : 12,000Dt

Acheter (+)

Actionnariat**

MEDDEB CONSULTING SARL***: 85,0%

SOCIETE AGRICOLE EL HADAYEK: 6,1%

Autres actionnaires: 8,9%

Capitalisation boursière*:
659MDt

Ratios boursiers*:

PER 2023e: 7,4x

VE/EBITDA 2023e: 4,2x

Dividend yield 2023e: 3,3%

Performance 2023: -6,8%

ROE 2022: 21,6%

* Données au 8 Juin 2023.

** Au 2 Juin 2022.

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

Positionnement concurrentiel du Groupe Délice en Tunisie

◆ **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 **69%**.

◆ **Leader** sur le marché des jus avec une part de marché de **47%**.

◆ **Challenger** sur le marché du fromage avec une part de marché de **30%**.

Délice Holding: le champion national de l'industrie laitière confirme sa résilience

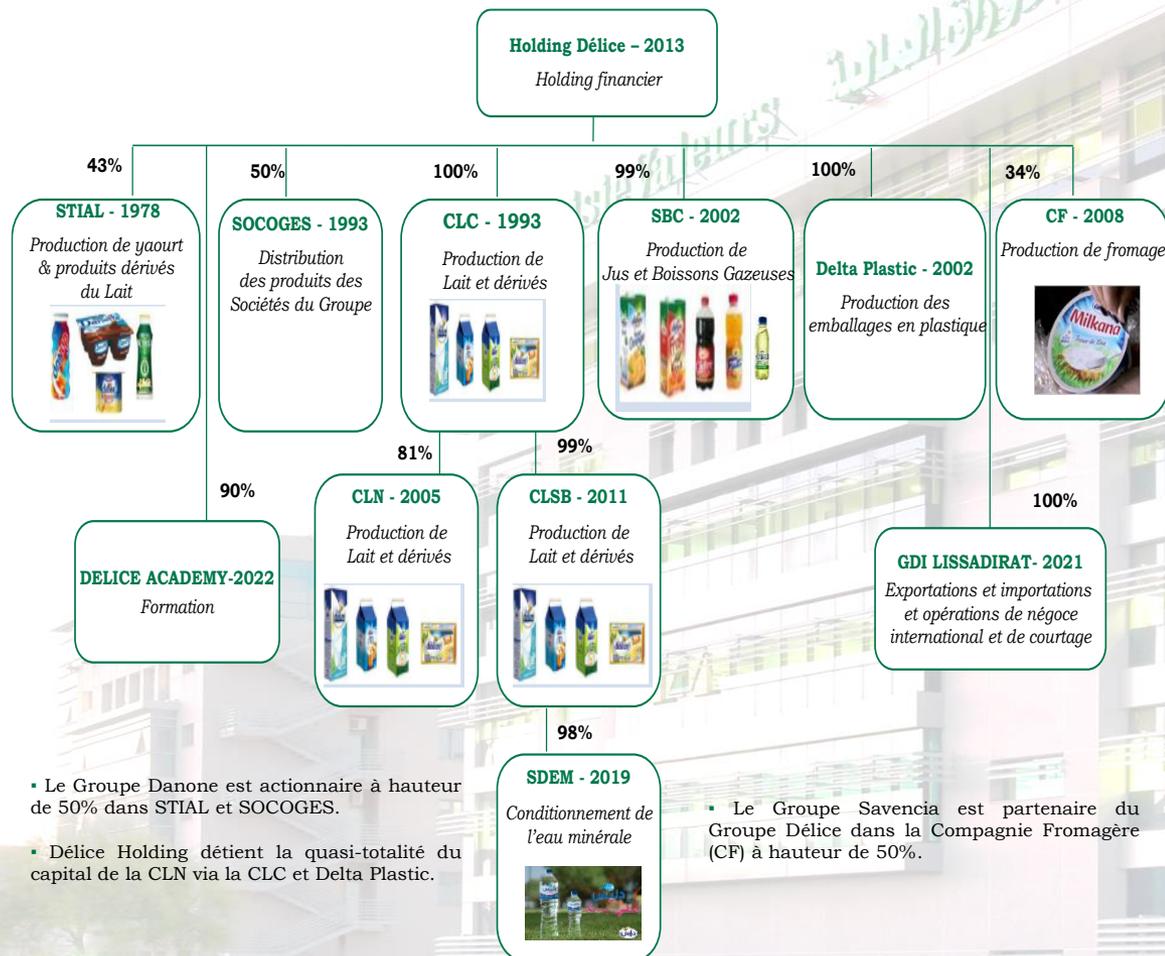
II- Présentation du Groupe Délice

▪ 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), 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^{er} sur le marché du lait avec 65% de part de marché,
- 1^{er} sur le marché des produits laitiers frais avec 69% de part de marché,
- 1^{er} sur le marché des jus avec une part de marché de 47%,
- 3^{ème} sur le marché du fromage avec 30% 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 11 sociétés dans différents secteurs d'activité: le lait, le yaourt, le jus, le fromage, le plastique, la distribution et récemment l'eau minérale.

Structure du Groupe Délice Holding (2022)



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

▪ Délice Holding détient la quasi-totalité du capital de la CLN via la CLC et Delta Plastic.

▪ Le Groupe Savencia est partenaire du Groupe Délice dans la Compagnie Fromagère (CF) à hauteur de 50%.

« 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 »

Délice Holding: le champion national de l'industrie laitière confirme sa résilience

III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022

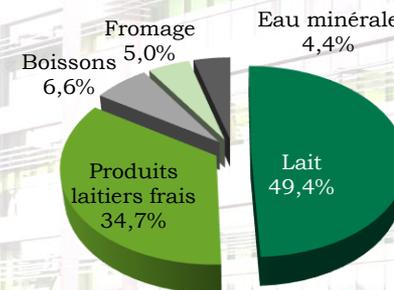
- 2021 a été un excellent cru pour le Groupe Délice Holding. L'activité a opposé la meilleure résistance aux aléas climatiques et géopolitiques et la rentabilité a affiché une amélioration remarquable. Le Groupe continue à récolter les fruits des efforts d'investissement constants déployés sur les dernières années.
- Les revenus consolidés du Groupe ont enregistré une croissance de 8,8% à 1,3 milliard de dinars. Cette performance est le résultat de la bonne orientation de la totalité des pôles métiers du Groupe.

1) Activité « Lait »

- Le Pôle Lait a réalisé en 2022 des revenus consolidés de 804,4MDt, en progression de 4,1% par rapport à l'année précédente, malgré les difficultés de l'amont laitier.
- La filière laitière a connu une année 2022 difficile, et n'a pas été épargnée par les répercussions de la guerre russo-ukrainienne et la conjoncture économique défavorable en Tunisie. En effet, les tensions inflationnistes et les conditions climatiques défavorables ont considérablement affecté la rentabilité de tous les maillons de la chaîne de valeur, et notamment les éleveurs dont les coûts de production du lait cru ont augmenté d'une façon substantielle, ce qui a poussé beaucoup d'entre eux à abandonner cette activité. Cette situation a provoqué la diminution du cheptel national bovin, et par conséquent la détérioration de tous les agrégats de la filière.

- Les aléas climatiques ont eu un effet inhibiteur sur la production primaire de lait, qui est passée de 1 462 millions de Litres en 2021, à 1 330 millions de Litres fin 2022. Cette baisse de 9% en 2022 a provoqué une décroissance de 5,8% de la collecte de lait cru, qui s'est établie à 805,6 millions de Litres en 2022, contre 855,3 millions de Litres une année auparavant. Quant à la réception industrielle, elle a suivi la même tendance et a également baissé de 8%, pour s'établir à 643,8 millions de Litres, contre 699,6 millions de Litres en 2021.
- Nonobstant cela, le Pôle Lait a consolidé sa position de leader incontestable sur le marché, et a confirmé son dynamisme et sa résilience. Les efforts de diversification et le lancement de nouveaux produits au sein du Pôle Lait, ont contribué à la croissance des revenus, au développement du segment et à l'amélioration de ses indicateurs de rentabilité.

Structure du CA agrégé (2022)



- A noter que le prix minimum d'achat du lait cru a été augmenté de 200 millimes en 2022 (depuis le mois de Novembre), passant de 1,140Dt à 1,340Dt. Quant au prix de vente public du lait demi-écrémé, il est resté inchangé à 1,350Dt pour la deuxième année consécutive. Par conséquent, le montant de la subvention d'exploitation par litre de lait demi-écrémé a augmenté durant l'exercice 2022. En effet, la subvention d'exploitation a été ramenée à partir de Novembre, de 410 millimes/Litre à 640 millimes/Litre, soit une augmentation de 56,1%.

Délice Holding: le champion national de l'industrie laitière confirme sa résilience

2) Activité « Produits Laitiers Frais »

Le Pôle Produits Frais a vu ses revenus augmenter de 15,1%, passant de 491,3MDt en 2021, à 565,7MDt en 2022. Un record pour ce Pôle, qui a franchi pour la première fois la barre des 500MDt. Le Pôle Produits Frais reste encore la locomotive de rentabilité du Groupe et ce, malgré les tensions inflationnistes et la conjoncture défavorable. Le Groupe Délice a su au fil des années préserver et consolider sa position de leader sur ce segment.

3) Activité « Fromage »

Le Pôle Fromage a réalisé des revenus de 80,9MDt, en progression de 3,6% par rapport à l'exercice précédent et ce, malgré la flambée des prix des matières premières et l'amplification de la concurrence sur les marchés à l'export. Le Pôle Fromage a pu doubler ses revenus sur les 4 dernières années. C'est une performance remarquable, qui a été rendue possible grâce à la diversification de l'offre et au soutien apporté par le partenaire stratégique, le Groupe Savencia.

4) Activités « Boissons et eau minérale »

Le Pôle Boissons a réalisé encore une fois une performance étincelante. Le Pôle a atteint des revenus records de 107,7MDt, soit une progression de 31,8% par rapport à l'exercice précédent, et une croissance annuelle moyenne de 28,7% sur la période 2018-2022. Cette performance est due essentiellement aux bonnes réalisations des activités « Boissons Gazeuses » et « Eaux Gazéifiées ».

L'entrée en exploitation réussie de la Société Délice des Eaux Minérales, a été confirmée courant l'exercice 2022.

Fruit d'une stratégie de diversification pensée, le développement rapide de l'activité commerciale a été rendu possible grâce à la bonne qualité du produit et à un réseau de distribution bien rodé, ce qui a favorisé la disponibilité de l'Eau Minérale Délice dans les quatre coins de la Tunisie. Les effets de synergie avec les autres activités du Groupe, ont eu un impact positif sur les revenus du Pôle, qui ont atteint 71,2MDt en 2022, en progression de 23,2% par rapport à l'exercice précédent.

Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires agrégé en 2022 (en MDt)



Délice Holding: le champion national de l'industrie laitière confirme sa résilience

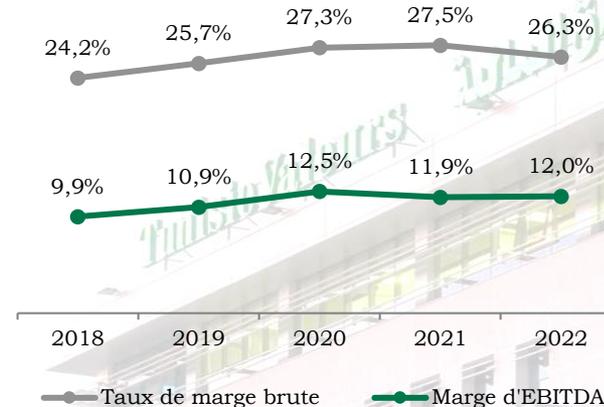
2022 a été une année porteuse au niveau de la rentabilité d'exploitation pour Délice. L'atteinte d'un nouveau palier de revenus (effets d'échelle), le tournant vers des produits à plus forte valeur ajoutée grâce aux investissements dans la Recherche et Développement et l'attention portée à la maîtrise 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 au Groupe de résister aux pressions inflationnistes causées par la hausse des coûts de production et la flambée sans précédent des prix des matières premières et du coût du transport maritime.

Certes, le taux de marge brute a légèrement diminué de 1,2 point de pourcentage par rapport à 2021 à 26,3%, mais il demeure supérieur à son niveau d'avant-Covid. La marge d'EBITDA a, quant à elle, bien résisté, augmentant de 0,1 point de pourcentage à 12%.

Depuis 2020, le management a opté pour une politique de rationalisation des investissements après des niveaux records de « CAPEX » enregistrés en 2018 et 2019. Totalisant un montant net de 25,2MDt (enveloppe décaissée), les investissements ont été orientés, en 2022, essentiellement vers la maîtrise de l'énergie, l'amélioration de la productivité et le renforcement du parc roulant.

Parallèlement à la rationalisation des investissements, le Groupe a œuvré à la mise en place de solutions de financement intragroupe et une gestion centralisée de la trésorerie qui se sont traduites par une plus faible mobilisation du levier financier sur 2021 et 2022 comparativement aux dernières années.

Evolution des marges



Depuis 2021, le Groupe a bel et bien démarré une phase de désendettement et de génération de cash-flows avec un gearing passant de 84,9%, en 2019, à 25,5% en 2022. A noter que le Groupe a une créance envers l'Etat de 170MDt à fin 2022 au titre de la subvention d'exploitation relative au lait demi-écrémé. Ce montant a sensiblement augmenté en 2023, atteignant, actuellement, une enveloppe de 220MDt, selon le management. N'eût été cette subvention non perçue, l'endettement du Groupe aurait été bien plus faible. Nous signalons, par ailleurs, que la baisse de l'endettement est une performance en soi dans ce contexte difficile marqué par la hausse du besoin en fonds de roulement (hausse de 37 à 58 jours de chiffre d'affaires entre 2021 et 2022). En effet, pour se prémunir contre le risque de rupture d'approvisionnement et les pénuries, Délice s'est efforcé de stocker davantage des matières premières (comme le sucre), a affirmé le management.

Délice Holding: le champion national de l'industrie laitière confirme sa résilience

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022
Cash-Flows d'exploitation	39,1	44,6	76,0	109,0	56,5
Investissements	69,8	86,6	62,1	33,5	25,2
Free Cash-Flow	-30,7	-42,0	13,9	75,4	31,3
Dette Nette	108,5	179,1	152,3	98,0	92,8
Gearing	59,5%	84,9%	60,8%	32,2%	25,5%
ROE	16,9%	22,1%	23,1%	23,1%	21,6%
ROCE	17,2%	16,8%	17,7%	18,4%	21,3%

Le recours moindre à l'endettement, en 2022, s'est matérialisé par une baisse substantielle des charges financières nettes (solde des charges financières et des produits de placement) subies par le Groupe (repli de 26,4% à 5MDt) et ce, malgré le contexte haussier des taux qui a marqué l'année écoulée. **Il est à noter que le Groupe Délice profite de conditions d'emprunts avantageuses grâce à sa bonne signature auprès du système bancaire.**

Au final, le Groupe a bouclé l'année dernière avec un résultat net part du groupe de 78,5MDt, soit une croissance de 11,6% par rapport à 2021. Avec un ROE de 21,6%, Délice figure parmi les groupes industriels 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.

Délice a œuvré pour le renforcement de l'amont laitier et pour la survie de toute la filière, déjà impactée par l'inflation des prix des matières premières. En effet, le Groupe, a noué des partenariats stratégiques durables pour mettre en place des projets qui ciblent la restructuration et le développement de la filière.

Depuis 2014, le Groupe a contribué à la formation de plus de 10 000 éleveurs, dont plusieurs centaines ont bénéficié d'un appui à l'investissement qui a totalisé un montant de 13,6MDt. Le Groupe a également contribué à la reconstitution du cheptel national, à travers le soutien apporté aux éleveurs bovins en matière d'accès aux financements. Les partenariats conclus avec les bailleurs de fonds ont permis l'acquisition de 1 060 génisses.

Il est également important de relever le rôle du Groupe dans la vulgarisation des bonnes pratiques d'élevage auprès des éleveurs, et dans l'acquisition de matériel nécessaire pour garantir une qualité optimale du lait cru. Ainsi, le Groupe a contribué à la distribution de plus de 500 abreuvoirs automatiques et 178 mini tanks.

Par ailleurs, conscient des enjeux environnementaux et de sa responsabilité en matière de réduction de l'empreinte carbone, le Groupe favorise le recours aux énergies renouvelables dans l'ensemble de ses sites de production et ceux de ses fournisseurs.

Dans ce cadre, 5 installations photovoltaïques au profit des centres de collecte, ont été mises en place pour réduire le coût énergétique des différents acteurs de la chaîne de valeur, et pour diminuer l'impact environnemental de l'activité. En outre, plusieurs projets photovoltaïques sont en cours de réalisation dans les usines, moyennant des investissements dépassant 3MDt.

Délice Holding: le champion national de l'industrie laitière confirme sa résilience

▪ L'impact du Groupe sur les communautés proches des zones d'implantation des sites de production est palpable. Le travail effectué auprès des communautés dans tous les sites de production, ne peut que traduire l'implication inconditionnelle pour l'économie nationale en concordance avec les préceptes du développement durable. Dans ce cadre, Délice a publié un rapport extra-financier qui retrace les actions du Groupe en matière de RSE, en 2022, en concordance avec les recommandations de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis.

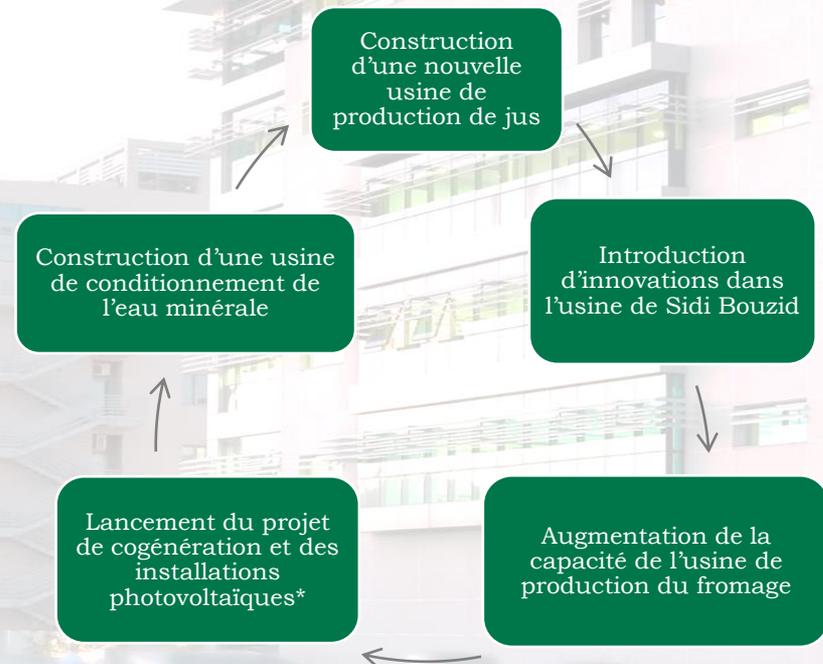
IV- Perspectives d'avenir & prévisions

▪ Sur les dernières années, le Groupe a maintenu un rythme soutenu d'investissement dans une conjoncture difficile (investissements de plus de 250MDt sur les cinq dernières années), 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 sensiblement 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 la poursuite de l'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,

- 3) 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-flows pour le Groupe et un désendettement progressif du bilan,
- 4) et à une structure des coûts plus optimisée grâce aux investissements de productivité entrepris.

Les investissements du Groupe sur les dernières années



* Le projet d'installation de panneaux solaires photovoltaïques a vu le jour en 2022, avec l'élaboration d'une étude de faisabilité et de rentabilité pour deux filiales : La Société Délice des Eaux Minérales et la Société des Boissons du Cap Bon. Ces deux projets sont en phase de réalisation, avec une mise en fonctionnement des installations photovoltaïques prévue au cours du deuxième semestre 2023.

Délice Holding: le champion national de l'industrie laitière confirme sa résilience

- 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 après la pandémie Covid-19, confirment l'importance de la recherche et développement et de l'innovation dans les orientations stratégiques du Groupe.
- Par ailleurs, selon le management, les problématiques liées à l'approvisionnement et à la flambée des prix des matières premières et des emballages, qui ont marqué l'année 2022, ont pu être atténuées grâce à un travail remarquable en amont sur l'élasticité des recettes.
- La Direction R&D a fait preuve de réactivité, et a pu développer de nouvelles recettes permettant d'éviter des ruptures des produits, tout en assurant les mêmes standards de qualité, et en maîtrisant les coûts de production.
- Durant l'Assemblée Générale Ordinaire du 8 Juin 2023, le management était confiant dans les perspectives de développement du Groupe, annonçant que les deux prochaines années devraient être des années porteuses et que les réalisations consolidées de Délice au 31 Mai 2023 sont supérieures aux attentes. Ce constat est corroboré par les indicateurs d'activité au 31 Mars 2023. Ces derniers font apparaître une croissance à deux chiffres (+18%) des revenus consolidés à 357,3MDt.

- A la lumière des performances des trois premiers mois de 2023, nous pensons que le Groupe Délice est bien outillé pour réaliser une progression de son chiffre d'affaires de 8,9% à 1,4 milliard de dinars et un bond de 13,1% à 88,8MDt au niveau de son résultat net part du groupe, sur l'année pleine.

V- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- Malgré les excellentes réalisations opérationnelles du Groupe, la tendance boursière a été décevante pour le titre Délice Holding en 2022. La valeur a affiché une correction de -11,7% contre un décrochage de -20,9% pour l'indice Agro-alimentaire et Boissons. Il semble que les investisseurs aient sous-estimé la capacité de résilience de Délice Holding face aux difficultés de la filière laitière et à la grisaille ambiante d'une manière générale.
- Depuis le début de l'année en cours, le titre connaît un parcours boursier atone qui va à l'encontre de la courbe ascendante des résultats et des dividendes (une baisse de -6,8%).
- **Délice Holding traite actuellement à des multiples de 7,4x ses bénéfices et 4,2x son EBITDA estimés en 2023; 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 soutenable.**

Délice Holding: le champion national de l'industrie laitière confirme sa résilience

- 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 Délice Holding.
- Précisons, enfin, que l'AGO du 8 Juin 2023, statuant sur les comptes de l'exercice 2022 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,400Dt par action (contre 0,370Dt versé au titre de l'exercice 2021), soit un payout exceptionnel de 91,8%. Ces dividendes seront disponibles à partir du 18 Juillet 2023.

Performances boursières annuelles du titre Délice Holding

