



Réaction aux résultats au titre de l'exercice 2019

DELICE HOLDING : 2019 l'année de la reprise

Agro-alimentaire

 Opinion
ACHETER

Actionnaires de Référence : MEDDEB CONSULTING (85%)

Capitalisation boursière : 645.7 millions de dinars

Evolution Boursière (cours ajustés)



Rentabilité & Evaluation

	2018	2019	2020 YTD
Variation	-15,9%	-21,3%	+12,2%
+ Haut	17.85	13.0	13.0
+ Bas	12.49	10.1	10.2

Données Bilan 2019

Capitaux propres	204.3 mDt
P/BV	3.1 x
Dettes Nettes	201.5 mDt

Données Etat de Résultat 2019

Revenus	978.8 mDt
EBE	106.7 mDt
Résultat Net part du groupe	46.5 mDt

Rentabilité & Evaluation

	2017	2018	2019
Marge EBITDA	11.3%	9.9%	10.9%
Marge EBIT	7.3%	5.7%	6.1%
VE/EBITDA	9.2	9.9	7.9
P/E	16.5	20.7	13.7
P/BV	4.0	3.7	3.1
Div Yield	2.6%	3.1%	4.1%

* ajustée de la plus-value de cession d'immobilisation de 6.3 MDT.

DELICE HOLDING a publié des résultats au titre de l'exercice 2019 présentant une croissance topline à deux chiffres et des performances opérationnelles en amélioration.

A fin 2019, les revenus consolidés du groupe DELICE HOLDING ont dépassé les 978 millions de Dinars, **soit une évolution de 14,9%** par rapport aux revenus enregistrés à fin 2018. 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 29,1 millions de Dinars (contre 17,7 millions de dinars en 2018).

Le groupe DELICE HOLDING reste **le leader sur le segment lait** avec une PDM de 65%. ce Pôle Lait a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 641,7 MDT, soit une progression de 27.2% par rapport à 2018. Cette performance est due essentiellement aux niveaux records de réception de lait cru qui ont atteint les 400 Millions de Litres.

Locomotive de la rentabilité du groupe, DH est également **leader sur le segment « produits frais »** avec une PDM de 67%. Les ventes de ce segment ont progressé de 26.6% par rapport à 2018 avec un CA consolidé de 470 millions de Dt. Cette performance est due essentiellement à la croissance des volumes vendus de +4% et une hausse moyenne des tarifs de +11%, par rapport à 2018

Le pôle boissons a continué sur sa lancée en enregistrant une croissance de son CA de 21% par rapport à l'exercice précédent. Cette performance est due essentiellement aux investissements effectués lors des deux derniers exercices qui ont permis, l'augmentation des volumes de vente (+19% par rapport à 2018), et l'introduction de nouveaux produits (YOLO, BG Bitter etc.) ayant une forte valeur ajoutée, et un impact important sur la progression des ventes. Sur ce segment, **le groupe DH est le challenger avec une PDM de 24.5%**.

Le pôle Fromage est resté sur une bonne tendance en réalisant un CA consolidé de 50,4 MDT, soit une progression moyenne de 22,6% sur la période 2014-2019. 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 marché Fromage avec une PDM de 22%.

en Mdt	2017	2018	2019	var 19/18
Revenus	809,2	851,8	978,8	14,9%
Marge Brute	203,3	206,0	251,2	21,9%
Taux de la marge brute	25,1%	24,2%	25,7%	+1,5 pts
EBITDA	91,1	84,5	106,7	26,3%
Marge d'EBITDA	11,3%	9,9%	10,9%	+1 pts
EBIT	59,2	48,2	59,9	24,4%
Marge d'EBIT	7,3%	5,7%	6,1%	+0,5 pts
RNPG	38,6	30,9	46,5	50,6%
Marge Nette	4,8%	3,6%	4,8%	+1,2 pts
RNPG ajusté*	38,6	30,7	40,2	30,9%
Marge nette ajustée	4,8%	3,6%	4,1%	+0,5 pts

Malgré une conjoncture économique défavorable, le groupe Delice Holding a réussi à consolider sa performance opérationnelle. Ainsi, le groupe a réalisé une marge brute en croissance de près de 22%, un EBITDA en hausse de 26% et un résultat d'exploitation en progression de 24,4% par rapport à 2018. Le groupe a dégagé un taux de marge brute de 25.7%, et un taux de marge d'exploitation de 6,1% (contre 5,7% en 2018). Cette performance a été rendue possible grâce à l'évolution à deux chiffres de l'ensemble des segments mais aussi l'accroissement des subventions (d'exploitation et de stockage du lait) qui ont été relevées fin 2018.

Le RNPG du groupe, s'élève à 46.5 Mdt (vs. 30.9 M Dt en 2018) en hausse de 50.6% induisant ainsi une marge nette de 4.8%, un PER 2019 de 13.7x ainsi qu'un ROE de 29.5%. Ceci étant, retraité de la plus-value sur cession d'immobilisations de 6.3 Mdt, le RNPG serait tout de même en hausse à deux chiffres de 30% par rapport à 2018 et le taux de la marge nette serait de 4.1%.

Réalisations au T1 –2020

Sur la même lancée que 2019, le groupe a entamé 2020 avec un CA en progression de 21.6% à 265.3 Mdt. Les exportations ont augmenté de 23,1%, malgré les restrictions causées par la pandémie COVID-19 en Mars 2020. Le groupe a fait preuve d'une grande résilience, et les revenus du premier trimestre ont bénéficié de l'augmentation de la subvention d'exploitation de 0,03 TND / Litre pour les industriels, opérée en Juin 2019, ainsi que d'autres augmentations de prix (beurre, lait fermenté, etc.)

en Mdt	1T2018	1T2019	1T2020	var 20/19
Revenus	203,4	218,2	265,3	21,6%
Local	200,5	211,2	256,7	21,5%
Export	2,9	6,9	8,6	23,1%
Production valorisée	205,2	233,0	268,5	15,2%
Investissements	17,6	23,2	11,1	-52,1%
Endettement	82,2	161,3	215,7	33,7%

Selon le management, chaque segment a connu une croissance des volumes, et a dépassé ses budgets. **Le segment des Boissons a réalisé un premier trimestre exceptionnel** (où les ventes devraient normalement ralentir), et a atteint 30% en termes de croissance du Chiffre d'Affaires. Il en va de même pour d'autres segments, notamment le fromage, le lait et les produits frais.

Etant des produits de première nécessité et de grande consommation, nous restons confiants par rapport aux réalisations sur l'ensemble de l'exercice 2020 et on s'attend à une poursuite de la tendance de l'année 2019. D'autant plus que le groupe devrait se lancer **à partir du second semestre 2020 dans la vente des eaux minérales**. Une nouvelle activité qui profiterait de la logistique bien installée et qui devrait renforcer davantage le positionnement du groupe et lui permettre d'accroître ses revenus dans un segment aussi défensif.

Opinion et recommandation

• Les bonnes réalisations de 2019 et la **poursuite de la croissance des ventes au T1-2020**, 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'EBITDA (VE/EBITDA) de 7.9x et un P/E 2019 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 fort potentiel de croissance.**

• A notre avis, dans la configuration de marché actuelle (position de leader sur le lait et les produits frais, challenger sur le fromage et les boissons, lancement courant S2-2020 dans le segment eaux minérales), DELICE HOLDING devrait renouer avec des niveaux de marges d'EBITDA de 12% dans les prochaines années.

• De plus, le groupe a pris la décision de **ralentir ses investissements**, avant même la propagation de la pandémie COVID-19. Cette décision a impacté le CAPEX au premier trimestre, en baisse de 60,2%. Les investissements ont atteint 11,12 millions de DT (contre 27,9 millions DT au T1 2019). Ces investissements ont servi à la finalisation de l'unité de conditionnement d'eau minérale, et au renforcement de son réseau de distribution.

	VE/EBITDA 2019	P/E 2019
Pays développés		
Nestlé S.A.	15,9x	24,0x
Unibel S.A.	7,1x	18,2x
Emmi AG	14,1x	28,0x
Danone S.A.	10,1x	20,5x
Moyenne	11,8x	22,7x
Région MENA		
Saudia Dairy & Foodstuff Co	10,7x	17,8x
Almarai Company	12,5x	24,9x
Juhayna Food Industries	7,4x	18,4x
Moyenne	10,2x	20,4x
DH	7,9x	13,9x

Source: Capital IQ, MAC SA

Les réalisations opérationnelles du groupe DH, 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 lancement imminent de l'activité eaux minérales nous confortent ainsi dans notre conviction et notre recommandation d'ACHETER le titre à ce niveau de cours.

Avertissement

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 écrit de MAC SA. Si vous recevez ce document par erreur, merci de le détruire et de le signaler immédiatement à 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.

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.

MAC SA – Intermédiaire en Bourse

Green Center- Rue du Lac Constance

1053- Les Berges du Lac

Tél : 71 137 600

Fax : 71 60 903

macsa@macsa.com.tn

www.macsa.com.tn

Contacts Recherches

Salma Zammit Hichri

salma@macsa.com.tn

Ibrahim Cherif

ibrahim@macsa.com.tn