

Fourchette de Prix : 13,840D – 15,480D

Nombre d'actions offertes : 8 236 090 actions

Jouissance des actions : 1er Janvier 2014

Capitalisation boursière : 760MD – 850MD

Actionnariat :

	Avant OPO	Après OPO
Famille MEDDEB	95,1%	83,5%
MEDDEB Consulting	5,0%	1,5%
Public		15,0%

Ratios boursiers

	13,840	15,480
PE 2013	30,4	34,0
PE 2014	21,7	24,3
VE/EBITDA 2013	11,6	12,8
VE/EBITDA 2014	10,4	11,5
P/BV	7,1	7,9
Div Yield	4,8%	4,3%

Compte de résultat (MD)

	2012	2013	2014p
CA	478,6	529,8	601,3
EBITDA	60,6	71,6	76,4
Résultat net	20,9	25,0	27,8

But de l'introduction en bourse :

- Renforcement de la notoriété du Groupe à l'échelle nationale et régionale ;
- Transmission d'entreprise ;
- Bénéficier de l'avantage fiscal prévu par la loi de finances 2007 relatif à l'exonération de la plus value ;
- Contribuer à la dynamisation du marché financier.

Eléments clés :

- **Délice** : Un groupe industriel solide avec une marque à forte notoriété ;
- Un savoir faire reconnu et une position de leader sur plusieurs segments ;
- Un marché très concurrentiel avec des menaces pour des nouveaux entrants dans l'industrie laitière ;
- Des partenariats solides avec des grands groupes de l'industrie laitière : DANONE et BONGRAIN ;
- Des fondamentaux solides avec un endettement assez maîtrisé
- Des investissements d'extension et de maintenance de l'ordre de 286MD sur le prochain quinquennat financés par les cash flow du groupe ;
- La nouvelle centrale laitière de Sidi Bouzid et le développement de nouveaux produits à très forte valeur ajoutée devront améliorer la rentabilité du groupe durant les prochaines années ;
- Des perspectives de développement intéressantes surtout pour les pays limitrophes ;
- Délice Holding : Une valeur défensive opérant dans un secteur peu risqué .

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 8 236 090 actions nouvelles à émettre dans le cadre d'une Offre Publique de Vente, représentant 15% du capital

Valeur nominale : 10 dinars

Fourchette de Prix: Entre 13,840D et 15,480D

Montant de l'opération : Entre 114MD et 127,5MD

Période de souscription : du 15/09/2014 au 30/09/2014 inclus

Jouissance des actions : Les actions portent jouissance à partir du 1^{er} janvier 2014

Offre proposée : Les 8 236 090 actions offertes dans le cadre de cette opération seront réparties comme suit :

1- Offre à Prix Ouvert

Catégories	Part d'allocation	Nombre d'actions allouées	Montant en mD
Catégorie A:			
Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 25 actions et au maximum 1 000 actions	40%	400 000	[5 536 – 6 192]
Catégorie B:			
Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 1 001 actions et au maximum 274 536 actions pour les non institutionnels et 600 000 actions pour les institutionnels	60%	600 000	[8 304 – 9 288]
Total	100%	1 000 000	[13 840 – 15 480]

Le mode de satisfaction des demandes de souscription se fera de la manière suivante :

Pour la catégorie A: Les demandes de souscription seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie. Les paliers de satisfaction seront fixés par la commission de dépouillement.

Pour la catégorie B Les demandes de souscription seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation, déterminé par le rapport quantité offerte/quantité demandée et retenue. Le reliquat non servi sera réparti par la commission de dépouillement, sans que la part de chaque souscripteur ne dépasse 0,5% du capital à l'issue de l'opération pour les non institutionnels et 600 000 actions pour les institutionnels.

En cas d'excédent de titres offerts non demandés par une catégorie, le reliquat sera affecté à l'autre catégorie.

2- Placement Global

4 800 000 actions représentant 8,7% du capital seront offertes à des investisseurs institutionnels.

L'ordre d'achat doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être supérieur à 2 745 363 actions (soit au plus 5% du capital).

Les donneurs d'ordres au Placement Global s'engagent à ne céder aucun titre en bourse pendant les 6 mois qui suivent la date de la première cotation en Bourse, puis à l'issue de cette période et pendant les 6 mois suivants, 50% des titres seront libres à la vente.

Néanmoins, il est possible de céder les titres sur le marché de Blocs dans les conditions suivantes :

- Quel que soit le porteur des titres ;

- Après information préalable du CMF ;
- Et en respectant la réglementation en vigueur régissant les blocs de titres.

En cas de cession, l'acquéreur s'engage à respecter les conditions de blocage citées ci-dessus fixées préalablement au vendeur et ce pour la période restante.

Les investisseurs dans le cadre du Placement Global n'auront pas le droit de donner des ordres dans le cadre de l'OPO et du Placement Privé.

Les titres non acquis dans le cadre du Placement Global pourraient être affectés au Placement Privé.

Les souscriptions dans le cadre du Placement Global sont centralisées auprès du syndicat de placement composé de MAC SA et Tunisie Valeurs et Attijari Intermédiation et dirigé par MAC SA comme étant établissement chef de file.

3- Placement Privé

2 436 090 actions représentant 4,4% du capital seront offertes à des investisseurs désirant acquérir au minimum pour un montant de 25 000D.

L'ordre d'achat doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être supérieur à :

- 274 536 actions pour les non institutionnels (soit au plus 0,5% du capital) ;
- 2 436 090 actions pour les institutionnels.

Les donneurs d'ordres au Placement Global s'engagent à ne céder aucun titre en bourse pendant les 6 mois qui suivent la date de la première cotation en Bourse, puis à l'issue de cette période et pendant les 6 mois suivants, 50% des titres seront libres à la vente.

Néanmoins, il est possible de céder les titres sur le marché de Blocs dans les conditions suivantes :

- Quel que soit le porteur des titres ;
- Après information préalable du CMF ;
- Et en respectant la réglementation en vigueur régissant les blocs de titres.

En cas de cession, l'acquéreur s'engage à respecter les conditions de blocage citées ci-dessus fixées préalablement au vendeur et ce pour la période restante.

Les investisseurs dans le cadre du Placement Privé n'auront pas le droit de donner des ordres dans le cadre de l'OPO et du Placement Global et inversement.

Les titres non acquis dans le cadre du Placement Privé pourraient être affectés au Placement Global.

Les souscriptions dans le cadre du Placement Global sont centralisées auprès du syndicat de placement composé de MAC SA, Tunisie Valeurs et Attijari Intermédiation et dirigé par MAC SA comme étant établissement chef de file.

Contrat de liquidité : Portant sur 4 000 000 dinars et 275 863 actions pour une période de 12 mois à partir de la date d'introduction en Bourse des actions Délice.

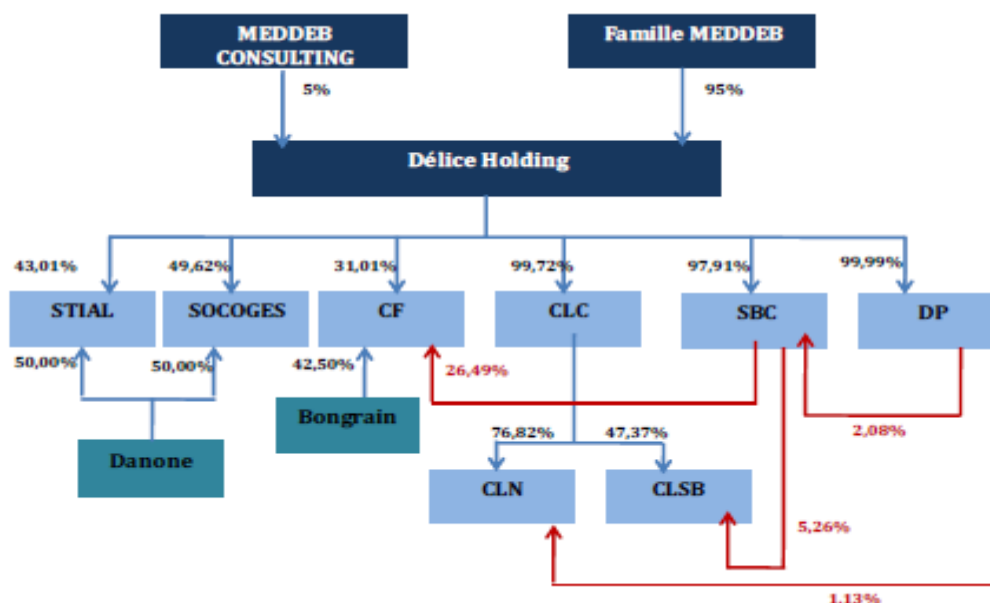
Avantage fiscal :

Conformément à l'article 7 du code d'incitations aux investissements, les personnes physiques ou morales souscrivant à cette opération bénéficient de la déduction des revenus ou bénéfices réinvestis dans la limite de 35% des revenus ou bénéfices nets à l'IRPP ou l'IS.

Fondé en 1978 par M. Mohamed MEDDEB, le groupe Délice opère dans le secteur des produits laitiers et dérivés et il est considéré parmi les plus grands groupes privés en Tunisie.

Afin de mieux organiser les différentes sociétés du groupe en terme d'actionnariat et gouvernance, la société « Délice Holding » a été créée en 2013 par la famille MEDDEB dans le but d'une restructuration et une réorganisation du groupe.

Le groupe « Délice Holding » compte actuellement Huit sociétés réparties entre 5 pôles d'activité :



1- Pôle « Lait & Dérivés »

Il englobe la production et la distribution du lait, des produits laitiers fermentés (Raieb et Leben) ainsi que les autres spécialités laitières (Beurre, Crème fraîche,). Le groupe Délice est leader dans ce domaine d'activité avec une part de marché de 47,3% suivi de près par son principal concurrent Vitalait avec 28,6%. Cette part de marché est en régression d'une année à une autre au profit de la marque Candia.

Cette activité est assurée par les 3 sociétés suivantes

- **La Centrale Laitière du Cap Bon « CLC »** : créée en 1993 et spécialisée dans la fabrication et le conditionnement du lait et dérivés. En 2013, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 360MD et un résultat net de 27,5MD, soit une marge nette de 7,7%.

(mD)	2011	2012	2013	TCAM
Chiffre d'affaires	292 894	313 075	360 190	9,0%
Résultat d'exploitation	7 477	11 669	11 804	17,5%
Marge d'exploitation	2,6%	3,7%	3,3%	
Résultat net	3 884	10 333	27 575	104,4%
Marge nette	1,3%	3,3%	7,7%	4,1%
Capitaux propres	29 310	37 896	63 633	
ROE	13,3%	27,3%	43,3%	

- **La Centrale Laitière du Nord « CLN »** : Elle a été rachetée en 2005 pour un montant de 9,5MD afin d'accroître sa capacité de production et profiter d'une présence plus solide dans la région Nord Ouest du pays. Elle est spécialisée dans la fabrication et le conditionnement du lait et ses dérivés. Depuis 2012, la société affiche des pertes et ce malgré une progression des revenus de 5%. En 2013, le déficit de la société s'est élevé à 2MD.

(mD)	2011	2012	2013	TCAM
Chiffre d'affaires	91 157	97 009	104 820	5,3%
Résultat d'exploitation	3 245	-490	826	-117,7%
Marge d'exploitation	3,6%	-0,5%	0,8%	
Résultat net	1 590	-2 078	-1 949	86,2%
Marge nette	1,7%	-2,1%	-1,9%	-0,8%
Capitaux propres	11 358	11 346	8 943	
ROE	14,0%	-18,3%	-21,8%	

- **La Centrale Laitière de Sidi Bouzid « CSB »** : Créée en juin 2011, elle a pour objet la fabrication, le conditionnement et la commercialisation du lait. Le coût total du projet s'est élevé à 59,7MD. La centrale est entrée en production à partir d'Avril 2014 avec une capacité journalière de 400 000 litres et qui sera portée à 600 000 litres d'ici 2018.

2- Pôle « Produits laitiers frais »

Ce pôle englobe la production des yaourts et desserts. Le groupe Délice est leader dans ce domaine avec une part de marché de 66,3% suivi par Vitalait avec seulement 18,3%. Ce dernier ne cesse de grignoter des parts de marché avec un gain de 4,3 points au détriment du groupe Délice.

Cette activité est assurée par la **STIAL (Société Tunisienne de l'Industrie Alimentaire)**. En 1997, un partenariat a été signé avec le groupe français DANONE ayant permis au groupe de devenir le leader incontestable dans ce domaine. En 2013, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 269MD et une marge nette très confortable de 13,2%.

(mD)	2011	2012	2013	TCAM
Chiffre d'affaires	195 725	232 876	269 372	15,8%
Résultat d'exploitation	37 153	44 487	50 285	19,2%
Marge d'exploitation	19,0%	19,1%	18,7%	
Résultat net	26 100	30 518	35 687	19,4%
Marge nette	13,3%	13,1%	13,2%	13,2%
Capitaux propres	61 594	56 577	67 464	
ROE	42,4%	53,9%	52,9%	

3- Pôle « Fromage »

Ce pôle englobe la production et la distribution des produits fromagers. Le groupe Délice occupe la 3^{ème} place du secteur avec une part de marché de 7,6%, tout juste après IAT (commercialisant la marque Président) avec 66,7% et Land'Or avec 19,4%. Cette activité est assurée par la **Compagnie Fromagère (CF)**. Elle a été créée en 2008 dans le cadre d'un partenariat entre le groupe Délice et le groupe français BONGRAIN. Depuis quelques années, l'activité de cette société est déficitaire avec des fonds propres de 9,7MD largement inférieurs au capital de la société de 15,1MD.

(mD)	2011	2012	2013	TCAM
Chiffre d'affaires	5 631	14 454	12 134	62,2%
Résultat d'exploitation	-1 772	273	-612	-153,7%
Marge d'exploitation	-31,5%	1,9%	-5,0%	
Résultat net	-2 086	-44	-993	680,7%
Marge nette	-37,0%	-0,3%	-8,2%	-15,2%
Capitaux propres	-35	-164	9 758	
ROE	ns	26,8%	-10,2%	

4- Pôle « Boissons »

Ce pôle englobe la production et la distribution des jus et des boissons gazeuses. Le groupe Délice occupe la 2^{ème} place du secteur des boissons avec une part de marché de 27,9% juste derrière la SNBG du groupe Boujbel (commercialisant les produits DIVA, TROPICO, VIVA, FLORIDA,...) avec 50,1%. Cette activité est assurée à travers la **Société des Boissons du Cap Bon (SBC)**. Elle a été créée en 2002 et spécialisée dans la fabrication de jus et boissons gazeuses. En 2013, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 40,7MD avec un taux de croissance annuel moyen de 23,2% et un résultat net de 5,8MD, soit une marge nette de 14,4%.

(mD)	2011	2012	2013	TCAM
Chiffre d'affaires	27 469	33 874	40 709	23,2%
Résultat d'exploitation	2 814	3 680	7 051	57,6%
Marge d'exploitation	10,2%	10,9%	17,3%	
Résultat net	2 026	2 684	5 850	86,4%
Marge nette	7,4%	7,9%	14,4%	9,9%
Capitaux propres	5 716	9 590	13 940	
ROE	35,4%	28,0%	42,0%	

5- Pôle « Logistique »

Ce pôle englobe toute la logistique du groupe « Délice » à travers deux sociétés. L'une spécialisée dans la production des emballages en plastique au profit des sociétés du groupe et l'autre assure la commercialisation et la distribution de tous les produits du groupe.

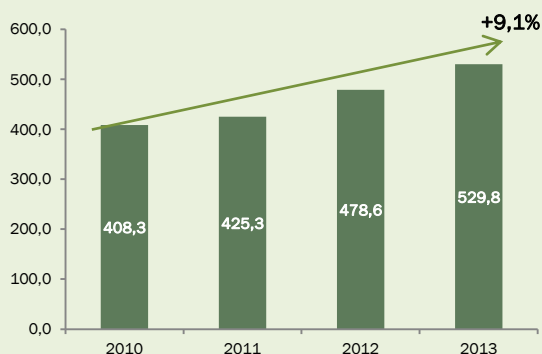
- **Delta Plastic** : Elle a été créée en 2002 ayant pour activité principale la production, le stockage et la commercialisation des bouteilles et des emballages en plastique. La société travaille exclusivement pour le compte de la STIAL en lui produisant l'emballage des produits Dan'up. En 2013, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 4MD avec une croissance annuelle moyenne de 29% sur les 3 dernières années. La société affiche une rentabilité financière satisfaisante de l'ordre de 19,8%.

(mD)	2011	2012	2013	TCAM
Chiffre d'affaires	2 245	3 206	3 973	29,3%
Résultat d'exploitation	674	1 147	835	34,2%
Marge d'exploitation	30,0%	35,8%	21,0%	
Résultat net	598	854	508	18,8%
Marge nette	26,6%	26,6%	12,8%	22,0%
Capitaux propres	18 764	2 731	2 566	
ROE	3,2%	31,3%	19,8%	

- **Société de Commerce et de Gestion « SOCOGES »** : Elle a été créée en 1993 et elle assure la distribution de la majorité des produits des sociétés du groupe (STIAL, CLC, CLSB, SBC et CF). L'exercice écoulé s'est soldé par un déficit de 2,6MD contre -2MD en 2012.

(mD)	2011	2012	2013	TCAM
Chiffre d'affaires	14 900	18 168	630	-20,8%
Résultat d'exploitation	-2 251	-1 517	-2 438	-665,3%
Marge d'exploitation	-15,1%	-8,3%	ns	
Résultat net	-2 333	-1 967	-2 585	437,6%
Marge nette	-15,7%	-10,8%	ns	ns

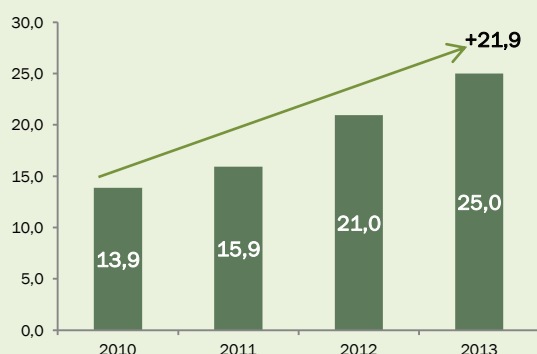
Evolution du chiffre d'affaires du groupe



Les marges du groupe



Evolution du bénéfice net



L'activité du groupe Délice a affiché un taux de croissance annuel moyen de 9,1% passant de 408,3MD en 2010 à 529,8MD en 2013. L'activité cœur de métier du groupe « Lait & Dérivés » représentant plus de 50% du chiffre d'affaires du groupe a connu à elle seule une progression moyenne de 8% durant les 3 dernières années pour s'établir à 344MD en 2013. L'activité « Yaourt » représentant plus de 25% du volume d'affaires et dont les marges sont assez élevées, a connu elle aussi un élan ces dernières années avec une croissance moyenne de 16,5%.

D'un point de vue marges, le groupe présente des marges assez confortables. La marge brute est en constante évolution durant ces dernières années. La maîtrise des coûts et les diverses actions commerciales pratiquées afin de maintenir un positionnement de leader ont donné leurs fruits. En 2013, le groupe affiche un taux de marge brute de 25,4%.

La marge d'EBITDA s'établit à 13,5% contre 11,1% en 2010.

La charge d'amortissement est assez importante pour le groupe du fait des importants investissements d'extension et de maintenance opérés par le groupe considéré comme une industrie à forte intensité capitalistique.

En 2013, le groupe a affiché une bénéfice net de 25MD contre 13,9MD en 2010, soit une marge nette aux alentours de 4,3%.

D'un point de vue équilibre financier, le groupe présente une structure financière assez déséquilibrée en raison d'un important Fonds de Roulement suite aux divers investissements opérés en 2013 surtout au niveau de la CLSB. Une situation qui devra se rééquilibrer durant les prochaines années avec l'entrée en production effective de la nouvelle centrale laitière. Ceci étant, le groupe affiche un taux d'endettement de 64,4% : un niveau jugé assez confortable permettant au groupe de financer ses investissements futurs.

Compte d'Exploitation

	2010	2011	2012	2013	TCAM (2011-2013)
Revenus	408 286	425 269	478 644	529 773	9,1%
Autres Produits d'exploitation	6 103	21 335	24 892	50 241	
Total Produits d'exploitation	414 389	446 604	503 536	580 014	11,9%
Variation des stocks	-11 884	10 986	-11 688	-4 861	
Achats consommés	324 184	327 672	385 503	436 554	
Autres charges d'exploitation	29 301	25 159	31 265	34 323	
Charges de personnel	27 355	35 889	37 899	42 346	
EBITDA	45 433	46 898	60 557	71 653	16,9%
Amortissements & Provisions	22 030	20 840	30 351	26 307	
EBE	23 403	26 058	30 206	45 346	25,8%
Charges financières nettes	5 104	4 951	3 968	5 941	
Produits financiers	220	312	431	617	
Autres gains ordinaires	132	228	1 873	539	
Autres pertes ordinaires	952		925	6 760	
Résultat avant impôt	17 699	21 647	27 617	33 801	24,1%
Impôts sur les bénéfices	4 796	6 402	6 837	9 888	
Impôts différés				725	
	27,1%	29,6%	24,8%	29,3%	
Résultat net	12 903	15 245	20 780	24 638	24,3%
Part Intérêts minoritaires	-976	-694	-173	-364	
Résultat du groupe	13 879	15 939	20 953	25 002	21,9%
<i>Evolution</i>		14,8%	31,5%	19,3%	

Ratios financiers

	2010	2011	2012	2013
Marge brute	23,9%	24,8%	25,2%	25,4%
Marge d'EBITDA	11,0%	10,5%	12,0%	12,4%
Marge d'exploitation	5,6%	5,8%	6,0%	7,8%
Marge nette	3,3%	3,6%	4,2%	4,3%
ROE	18,1%	19,3%	22,6%	23,3%
Gearing	93,7%	75,5%	53,6%	64,4%

Structure financière

(mD)	2010	2011	2012	2013
FR	21 844	19 626	20 043	-3 418
BFR	51 814	46 093	39 854	26 589
TN	-29 970	-26 467	-19 811	-30 007

Les orientations stratégiques du groupe « Délice holding » pour les cinq prochaines années s'articuleront comme suit :

Lait & dérivés	Accroître la capacité industrielle à travers les investissements d'extension dans les diverses centrales du groupe en vue d'améliorer la rentabilité de cette branche
Produits laitiers frais	Produire des yaourts sains avec une qualité irréprochable et développer les ventes à l'export essentiellement vers les pays limitrophes
Fromage	Diversification de la gamme de produits afin de répondre aux nouvelles tendances de consommation ce qui permettra d'améliorer la rentabilité de l'activité
Boissons	Elargissement de la gamme de produits à des prix très accessibles (jus lemonada) moyennant un effort considérable en matière de recherche et développement de nouveaux concepts de packaging

Durant le prochain quinquennat, le groupe compte investir une enveloppe moyenne de l'ordre de 280MD qui sera financée à travers les cashs flows futurs du groupe. Ces investissements seront alloués à hauteur de 42% au profit de la branche « Produits frais » et 29% au pôle « Lait & dérivés ».

Compte tenu de cette stratégie de développement, le groupe Délice devra afficher un taux de croissance annuel moyen de son chiffre d'affaires de 14,6%. Il devra doubler d'ici 2018 à 1 046MD contre 530MD en 2013. Pour l'année en cours, nous tablons sur une croissance du chiffre d'affaires de 13,5% à 601MD et les réalisations au 30/06/2014 nous réconfortent avec une progression de 13,3%.

En termes de bénéfices, le groupe devra afficher selon nos estimations un taux de croissance annuel moyen de l'ordre de 28,3% sur toute de la période prévisionnelle. Pour 2014, nous tablons sur un bénéfice net de 27,8MD, soit une progression de 11,4% par rapport à 2013.

Le groupe «Délice Holding » s'introduit sur le marché principal de la cote de la bourse à travers à la nouvelle technique d'Offre à Prix Ouvert.

Trois méthodes d'évaluation ont été utilisées pour la fixation de la fourchette de prix, à savoir :

- La méthode des comparables boursiers ;
- La méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- La méthode de Bates.

La fourchette de prix est comprise entre 13,840D et 15,480D, soit les niveaux de valorisation suivants :

Fourchette retenue	13,840	15,480
Valeur globale (MD)	759,9	850,0
PE 2013	30,4	34,0
PE 2014p	27,3	30,5
VE/EBITDA 2013	11,6	12,8
VE/EBITDA 2014p	11,7	12,9
P/BV	7,1	7,9
Div Yield	4,8%	4,3%

Prévisions de BNA Capitaux

Avec un prix d'introduction compris entre 13,840D et 15,480D, le titre « Délice Holding » sera valorisé à 30-34 fois les bénéfices de 2013 et 27-30 fois ceux de 2014. Certes une valorisation assez élevée par rapport au marché boursier mais cette prime se justifie par le potentiel de croissance important du groupe « Délice Holding ».

L'action sera cotée à 7-8 les fonds propres de 2013 et le titre offrira un rendement en dividende compris entre 4,3% et 4,8%. Ce niveau de rendement qui sera servi en 2015 au titre de l'exercice 2014 est un dividende exceptionnel suite à une plus value sur restructuration du groupe. En 2016, le titre offrira un rendement compris entre 2,8% et 3,1%.

Le titre « Délice Holding » est considéré comme une valeur défensive opérant dans un secteur peu risqué.

Nous recommandons de souscrire à l'OPO