

## Compte de résultat

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019e	2020p	2021p
<b>Chiffre d'affaires consolidé</b>	80 310	83 786	67 662	87 524	96 276	105 904
<i>Progression</i>	-	4%	-19%	29%	10%	10%
<b>Marge brute</b>	27 937	28 709	20 318	26 720	29 364	32 301
<i>Progression</i>	-	3%	-29%	32%	10%	10%
<b>Taux de marge brute</b>	35%	34%	30%	31%	31%	31%
<b>EBITDA</b>	16 132	16 856	10 154	15 861	17 589	19 112
<i>Progression</i>	-	4%	-40%	56%	11%	9%
<b>Marge d'EBITDA</b>	20%	20%	15%	18%	18%	18%
<b>Résultat net part du groupe retraité</b>	15 221	15 548	8 485	12 045	13 308	14 208
<i>Progression</i>	-	2%	-45%	42%	10%	7%
<b>Marge nette</b>	18%	19%	12%	14%	14%	13%

\* Les résultats sont retraités des éléments exceptionnels comme la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat et les plus ou moins values sur cession.

Sources: Etats financiers consolidés et prévisions de Tunisie Valeurs.

▪ **L'année 2019 s'est inscrite sous le signe du rattrapage pour Euro-Cycles. Les ventes ont repris du poil de la bête, après une année 2018 éprouvante, et la rentabilité a retrouvé le chemin de la croissance, malgré un contexte de change pénalisant.**

▪ **Les prochaines années s'annoncent sous de meilleurs auspices pour le fabricant des vélos. L'activité devra profiter de la montée en puissance du vélo électrique et de l'intensification des efforts de prospection. Les investissements lourds sont désormais derrière le groupe. Euro-Cycles devrait entrer dans une phase de retour sur investissement, de génération de cash flow et d'une croissance à deux chiffres sur la période 2020-2021.**

▪ **Les perspectives de la demande sur le marché Anglais, première cible d'Euro-Cycles, sont en train de s'améliorer. Le flou entourant le *Brexit* commence à se dissiper après trois ans et demi de longues tergiversations et d'inquiétudes. Le Royaume Uni aborde enfin sa dernière ligne droite pour quitter l'Union Européenne. Euro-Cycles conservera son accès libre au marché Anglais grâce à l'accord sur la continuité du libre-échange entre la Tunisie et le Royaume-Uni signé en Octobre dernier.**

▪ **Le groupe affiche aujourd'hui une visibilité appréciable. Sa rentabilité et ses fondamentaux devraient s'améliorer dans les prochaines années. Nous révisons à la hausse notre recommandation sur Euro-Cycles, passant de « Conserver avec perspectives positives » à « Acheter ». Le positionnement sur l'action est recommandé pour un horizon de placement de deux ans, qui reste un délai raisonnable en bourse.**

**Prix : 20,400 DT**

**Acheter (+)**

### Actionnariat

M. Habib ESSEYAH:	34%
M. Mohamed REKIK:	10%
M. Mourad GHAZI:	8%
M. Michèle BERAUDO:	7%
Société MG INVEST:	6%
Flottant:	35%

**Capitalisation boursière: 182MDt**

### Ratios boursiers\*:

PER 2020e: 13,7x

Yield 2020e: 5,9%

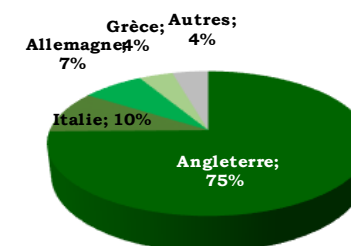
EV/EBITDA 2020e: 10,7x

ROE 2020e: 49%

Performance 2020: +8,3%

\* Données au 29/01/2020.

### Répartition géographique des ventes (2018)



## I- Présentation du Groupe Euro-Cycles

- Unique producteur de vélos en Tunisie, Euro-Cycles est devenu en quelques années un opérateur industriel intégré. Grâce à l'internalisation de la production des selles, des jantes et des cadres, le groupe jouit d'un taux d'intégration de 60%.
- Le marché anglais représente le principal client d'Euro-Cycles, contribuant à hauteur de 75% dans ses ventes. Conscient de sa dépendance commerciale, le Groupe s'est engagé depuis 2017 dans une démarche de diversification de ses marchés (Allemagne, Europe du Nord et de l'Est, Afrique du Nord et dernièrement les Etats-Unis).
- Euro-Cycles a réussi à se tailler une place sur un marché dominé par les producteurs asiatiques, grâce au respect des normes de sécurité les plus exigeantes (certification aux normes européennes) et à une bonne discipline logistique. Avec une part de marché de 6,1%, à fin 2018, Euro-Cycles est le sixième exportateur mondial vers le marché européen des vélos.
- Euro-Cycles offre une gamme assez complète de produits allant des vélos tout terrain, aux vélos ville, vélos jouets et vélos électriques. Le groupe compte dans son portefeuille de clients les maisons de cycles les plus reconnues au monde.

## II- Faits & éléments saillants au 30 juin 2019

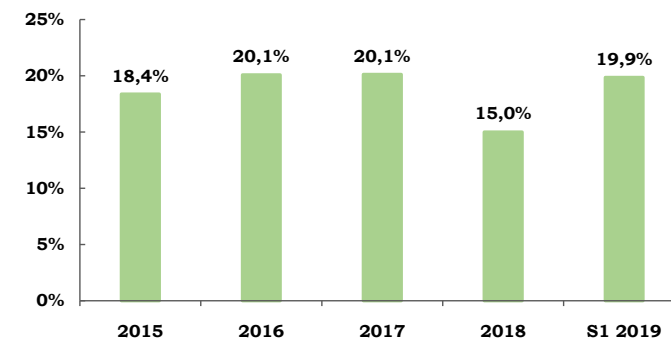
- Le premier semestre a été un bon millésime pour Euro-Cycles. Le producteur des vélos a remonté la pente, après une année 2018 marquée par d'importantes méventes. Le chiffre d'affaires a rattrapé 13% à 40MDt, **grâce aux efforts déployés par le management pour dénicher de**

### nouveaux marchés et pour récupérer les clients perdus en 2018.

- La reprise de l'activité a été d'autant plus salubre au niveau de la rentabilité opérationnelle. La bonne maîtrise des charges (hausse des frais généraux contenue à 7% sur le premier semestre 2019) a valu à Euro-Cycles d'améliorer sa marge d'EBITDA de 3 points de taux à 20%. **Cette dernière est redevenue supérieure la concurrence asiatique.** L'EBITDA s'est, quant à lui, hissé de 35% à 8MDt, renouant ainsi avec son niveau de 2016.
- Un changement majeur est à signaler au niveau de la politique financière du groupe. On avait connu Euro-Cycles, par le passé, avec une trésorerie structurellement excédentaire et un bilan sans dettes. Mais le coup dur de l'année 2018 (rappelons-nous la forte chute des résultats, de 45% à 8MDt) qui a coïncidé avec le démarrage du programme d'investissement nécessaire pour le lancement des vélos électriques (modernisation des lignes de production existantes) a contraint la société à puiser dans sa réserve de trésorerie. Ajouté à cela une augmentation importante du BFR (passé de 162 jours de CA, à fin 2018, à 311 jours de CA au terme du S1 2019) nécessitée par la relance de l'activité, la société se retrouve aujourd'hui à recourir à des financements bancaires pour « fluidifier » sa trésorerie. Au terme des six premiers mois de 2019, l'endettement net s'élève à 10,5MDt, soit 29% des fonds propres. Ce constat nous semble circonstanciel et peu alarmant. Grâce au retour à la croissance, Euro-Cycles est bien outillée pour rétablir ses cash flow et son matelas de trésorerie autrefois important.

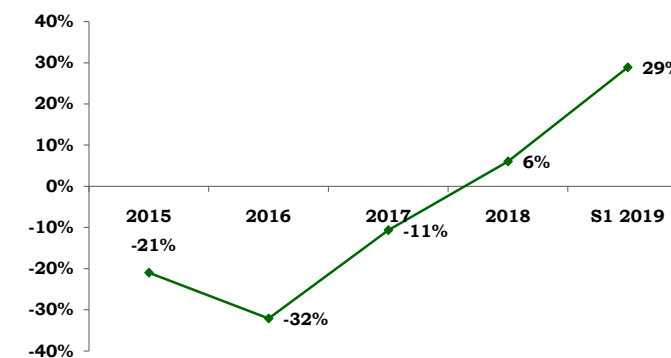
« La reprise des ventes en 2019 est attribuable aux efforts déployés par le management pour dénicher de nouveaux marchés et pour récupérer les clients perdus en 2018 »

### Evolution de la marge d'EBITDA



« L'appétit pour l'endettement et la baisse des cash flow depuis 2018 nous semblent circonstanciels et peu alarmants. L'accélération attendue de l'activité dans les prochaines années devrait de nouveau désendetter le bilan »

### Evolution du gearing



- Malgré le contexte de change pénalisant (appréciation du dinar générant des pertes de change), le groupe est parvenu à enregistrer une progression appréciable de son *Bottom Line* de 10% à 6,4MDt, revenant ainsi à ses niveaux du premier semestre 2015.

### III- Perspectives d'avenir & prévisions

- La stratégie du groupe dans les prochaines années s'articulera autour des axes suivants:

**1) Le développement du vélo électrique:** Face au ralentissement de la demande sur les vélos loisirs en Europe en raison de la concurrence croissante des réseaux de location de vélos en libre-service, le management compte faire du vélo électrique son futur cheval de bataille. Ce produit « premium » rencontre un succès grandissant en Europe (un marché estimé à 275 millions d'euros avec un rythme de croissance de 25% par an) et affiche des niveaux de marges bien supérieures à celles du vélo classique. Après deux années d'investissement, la société est parvenue à développer trois gammes couvrant tous les segments de clientèle (vélo enfant, vélo tout terrain et vélo urbain).

- La commercialisation du vélo électrique a commencé depuis septembre 2019. Selon le management, la montée en puissance du vélo électrique ira de pair avec la poursuite de la montée en gamme sur les vélos classiques (ciblage accru des vélos urbains). Le bon positionnement du groupe et sa force commerciale sur les vélos classiques resteront l'avantage compétitif majeur du groupe. Selon le management, l'Europe a connu une baisse des capacités de production du vélo classique sur les dernières années. Une tendance qui devrait se poursuivre à l'avenir en raison du

désengagement de nombreux producteurs de ce créneau et de leur « migration » vers les vélos électriques. Ce phénomène crée un manque à gagner sur le marché du vélo classique et constitue, de ce fait, une opportunité pour le groupe.

**2) L'intensification des prospections:** Les efforts de prospection menés ces dernières années devraient permettre à Euro-Cycles d'ancrer son positionnement sur les marchés actuels (Angleterre et Allemagne) et de percer de nouveaux marchés (Pays-Bas, Espagne, Danemark, Afrique du Nord et Pologne).

- Capitalisant sur sa réussite en Europe, Euro-Cycles aspire de nouveau à conquérir le marché Américain. **La réussite de la première commande avec le groupe JB imports ( 1 000 vélos en 2019) préfigure des perspectives prometteuses sur le marché Américain, un marché dont la taille dépasse 6 milliards de dollars par an.** Le management estime que la montée des tensions commerciales sino-américaines et une aubaine pour le groupe. Elle réduit la concurrence Chinoise connue pour ces pratiques de *dumping* et crée un important déficit d'offre sur le marché.

*« La réussite de la première commande avec le groupe JB imports préfigure des perspectives prometteuses sur le marché Américain »*

**3) Le partenariat avec Décathlon:** Le Groupe a finalisé la signature d'un contrat avec Décathlon (acteur de premier plan dans la distribution des articles de sport) pour la production de 35 000 vélos en 2020. Cette alliance permettrait à Euro-Cycles, de se déployer sur les marchés de l'Afrique du Nord avant de pénétrer le marché français (un marché de 3 millions de vélos), un

marché tant convoité par le groupe.

- Interpellé sur le *Brexit*, le management s'est montré confiant quant à la sortie définitive du Royaume-Uni de l'Union Européenne. Le scellement du sort du Royaume-Uni plus tôt cette année est de nature à dissiper les inquiétudes des ménages et à dégripper la roue de la consommation. Au même volet, le management a insisté sur le fait que l'accord de continuité commerciale signé entre les autorités Tunisiennes et Britanniques en octobre dernier protège les intérêts du groupe en Angleterre et prolonge le libre-échange avec ce pays.

*« L'accord de continuité commerciale signé entre les autorités Tunisiennes et Britanniques en octobre dernier protège les intérêts d'Euro-Cycles en Angleterre et prolonge le libre-échange avec ce pays »*

- Après une année 2019 de rattrapage et supérieure aux attentes (un bond du chiffre d'affaires de 30% à 87,5MDt pour la société mère, soit un dépassement de 9% par rapport aux promesses), les exercices 2020 et 2021 s'annoncent porteurs pour le groupe. Ils devraient profiter de plein effet de l'activité des vélos électriques et d'un effet de base favorable (trajectoire ascendante de l'activité après la baisse de régime de 2018). **Le management a affirmé, par ailleurs, que les investissements lourds sont désormais derrière le groupe. Euro-Cycles devrait entrer dans une phase de retour sur investissement, de génération de cash flow et d'une croissance à deux chiffres.**

*« La période 2020-2021 sera inscrite sous le signe du retour sur investissement, de la génération des cash flow et d'une croissance à deux chiffres »*

▪ À la lumière des prévisions communiquées par le management nous tablons sur une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 16% sur la période 2019-2021 pour dépasser le cap de 100MDt à partir de 2021. Quant au résultat net part du groupe, il devrait croître à une cadence moyenne de 19% sur le même intervalle. **Le Bottom Line devrait ainsi converger graduellement vers son niveau des années fastes 2016-2017.** Notons que ces prévisions tiennent compte d'un relèvement de l'imposition du groupe à 13,5% à partir de 2021 contre 10% actuellement.

#### IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

▪ En bourse, le fabricant de vélos a retrouvé des couleurs en 2019 (+17%) après deux années passées dans le rouge. Le retour à la croissance, l'entrée au marché Américain et le démarrage de la production du vélo électrique ont partiellement restauré la confiance des investisseurs dans le titre. Euro-Cycles a commencé l'année 2020 en grande vitesse, s'offrant une avancée de 8,3% en un mois de cotation.

▪ Avec une capitalisation de 182MDt, Euro-Cycles traite à des multiples de 13,7x ses bénéfices et 10,7x son EBITDA attendus en 2020; un niveau de valorisation intéressant, inférieur au benchmark. Selon nous, ces multiples occultent aussi les avantages comparatifs du groupe (en termes de proximité géographique et de flexibilité logistique) et le différentiel de rentabilité par rapport à la concurrence. Par ailleurs, la nouvelle dynamique envisagée par le groupe pourrait justifier le potentiel de hausse...en retour, de bons résultats et des niveaux de valorisation plus attrayants pour le futur.

▪ **Certes, les déceptions des dernières promesses ont altéré la relation d'Euro-Cycles avec le marché. Cependant, nous pensons le nouveau cycle de croissance auquel le groupe s'apprête à accéder devra trouver le moyen de restaurer la confiance des investisseurs.**

▪ **Nous révisons à la hausse notre recommandation sur Euro-Cycles, passant de « Conserver avec perspectives positives » à « Acheter ».**

▪ **Le positionnement sur la valeur est recommandé pour un horizon de placement de deux ans, qui reste un délai d'investissement, aujourd'hui raisonnable en bourse.**

*« Le niveau de valorisation du titre occulte les avantages comparatifs du groupe, par rapport à la concurrence asiatique, en termes de proximité géographique et de flexibilité et le différentiel de rentabilité »*

#### Echantillon de comparables asiatiques

Société	Pays	Marge d'EBITDA 2018	Marge nette 2018	VE/EBITDA 2020e (x)	PE/2020e (x)
<b>Euro-Cycles</b>	<b>Tunisie</b>	<b>15,0%</b>	<b>12,4%</b>	<b>10,7</b>	<b>13,7</b>
Jardine Cycle & Carriage Limited	Singapour	17,2%	2,2%	7,2	9,2
Shimano Inc.	Japan	23,9%	15,5%	13,8	26,9
Merida Industry Co., Ltd	Taiwan	6,6%	6,6%	21,2	18,4
Giant Manufacturing Co., Ltd.	Taiwan	8,9%	4,7%	11,8	18,3
Topkey Corporation	Taiwan	19,6%	11,4%	-	11,7
Hero Motocorp Limited	Inde	15,2%	10,3%	9,8	14,0
<b>Médiane</b>	<b>-</b>	<b>15,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>11,3</b>	<b>14,0</b>

Source: Infinancials.