



Euro-cycles:

De la croissance encore en perspective

Analyste chargé de l'étude

Haifa BELGHITH
Senior Analyst

Contact:
Tel: (+216) 71 965 400
Fax: (+216) 71 965 426
E-mail:
analyse@ameninvest.com.tn

Décembre 2015

Chiffres clés 22/12/2015 (1000 TND)

Nominal	1DT
Capitalisation boursière	175 446
Effectif	282

Indicateurs de valorisation

	EC	marché
P/E 2015	15.8.x	15.2x
P/B 2015	8.0x	3.0x
Div. Yield 2015	3.1%	3.4%

Structure du capital (31/12/2014)

Habib ESSAYAH	32.72%
Mohamed REKIK	10.69%
Mourad GHAZI	9.16%
MG INVEST SARL	7.16%
Michele BERAUDO	7.16%
Autres	33.11%

1000 TND	2012	2013	2014	2015e	2016p*
Capitaux propres	11 697	15 470	21 820	27 431	34 056
Revenus	48 521	50 358	64 132	73 495	82 371
EBITDA	4 608	5 323	7 194	9 010	11 145
Résultat net	5 558	6 737	10 409	11 087	12 601
P/E (x)	-	7.5x	8.4x	15.8x	13.9x
P/B (x)	-	4.4x	5.4x	8.0x	6.0x
Div.Yield (%)	-	7.9%	6.3%	3.1%	3.1%

* Prévisions établies par Amen Invest

Présentation de la société

Créée en 1993 à l'initiative de M. Patrice Garandeaou qui a été rejoint par M. Habib ESSAYEH, Euro-cycles est une société spécialisée dans la fabrication, le montage et la vente de vélos tout terrain destinés exclusivement à l'export.

La société détient également une filiale « Tunindustries », qui est une société industrielle ayant pour objet la fabrication de jantes et de cadres destinés à la production de vélos. Détenu à hauteur de 99,99% par la société mère, cette filiale a été créée dans le cadre du développement de la stratégie de l'intégration verticale favorisant la compression des charges.

Evoluant en parfaite corrélation avec la consommation mondiale de vélos et profitant de son expertise et des relations solides qu'elle a noué avec ses clients, Euro-cycles a su résister à la conjoncture économique européenne difficile, accroître ses ventes, améliorer sa part de marché et se positionner en tant que 8^{ème} fournisseur de l'Europe en vélos.

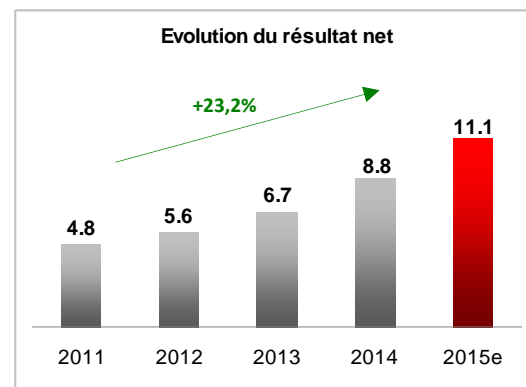
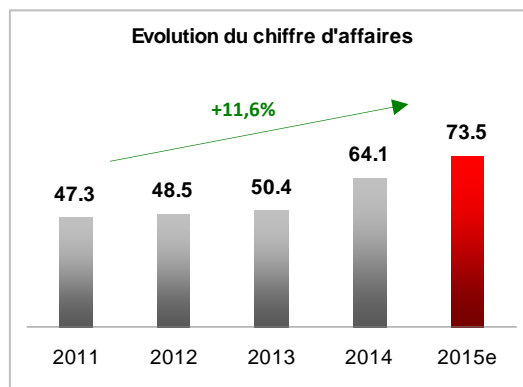
Performances et perspectives

Après avoir écoulé près de 450 mille unités en 2014, lui permettant de faire son entrée dans le top 8 des fournisseurs de vélos en Europe, Euro-cycles a exporté 416 mille unités jusqu'à la fin d'octobre 2015 et devrait finir l'année avec 460 mille vélos vendus, soit une évolution de 2,2% sur toute l'année.

En dépit de cette faible augmentation des volumes de vente, la société est parvenue à afficher une augmentation sensible de ses revenus de 14,6% et de gagner un point en terme de part de marché pour atteindre 6,16% au 31 octobre 2015. Cette performance a été rendue possible grâce à l'appréciation du dollar face au dinar, mais surtout grâce à sa stratégie favorisant une montée en gamme.

En effet, après la tendance à l'intégration et dans l'objectif de l'amélioration continue de ses marges, Euro-cycles s'est attelée ces trois dernières années au développement des gammes à forte valeur ajoutée. Elle a ainsi démarré la commercialisation des « City bike » (vélos 28") et des « Racing bike » (vélos 29"), dont la part dans le volume global des ventes a atteint 14,4% au terme de l'exercice 2014.

Ce choix a considérablement conforté la rentabilité de la société qui a réussi à maintenir des résultats solides et à dépasser régulièrement ses objectifs en terme de rentabilité.



2014 : hors plus value de cession d'immobilisation

Ceci étant, la société devrait voir ses bénéfices de 2015 augmenter de 25% par rapport à l'année dernière (hors la plus value de cession d'immobilisation de 1,6MDT) et de 60% par rapport au business plan d'introduction.

Cette orientation devrait se poursuivre encore pour l'année 2016, puisque le management vient d'annoncer l'intégration imminente du « vélo jouet », un nouveau modèle qui devrait contribuer à l'amélioration de la marge brute de la société.

Par ailleurs, l'expansion vers de nouveaux marchés et le renforcement du positionnement de la société à l'échelle internationale demeurent toujours au cœur des principaux défis du management, qui fait de l'intégration du marché américain sa priorité ultime.

Annoncé depuis mai 2014, ce projet dont la concrétisation était subordonnée à la suppression des droits de douane imposés sur les produits tunisiens exportés vers les Etats-unis, est actuellement en cours de finalisation. Une visite du client aux usines de la société est prévue pour le mois de février 2016, alors que le démarrage de la production pourrait intervenir en août 2016. Ce marché devrait bonifier le chiffre d'affaires d'un montant se situant entre 3MDT et 16MDT sur les trois prochaines années, grâce à un potentiel estimé entre 20 mille et 100 mille vélos.

Parallèlement, Euro-cycles est en lisse pour décrocher un important marché d'Etat qui devrait générer des revenus additionnels entre 8MDT et 16MDT pour le seul exercice 2016.

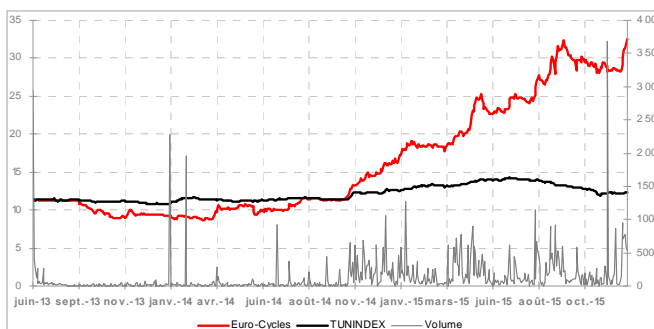
Afin d'accompagner sa croissance et satisfaire les besoins émanant de ces nouveaux marchés, le management a procédé à l'extension des bâtiments de stockage et de production sur une superficie globale de 15 000m². Une extension de 1 500m² a été réalisée pour accueillir la nouvelle structure de fabrication de selles dont le démarrage est imminent. La société a reçu les équipements et vient d'effectuer les premiers tests.

Ce programme a nécessité un investissement global de 7MDT financé à hauteur de 4,5MDT par un crédit bancaire.

Rappelons à ce niveau, que Euro-cycles bénéficie d'un niveau faible d'endettement qui engendre des charges financières minimales et qu'elle jouit d'une situation financière saine et solide qui génère un niveau important de liquidité et qui permet une distribution généreuse de dividende.

**Des performances
opérationnelles meilleures
que prévu, confirment
l'efficacité du business
model d'Eurocycles**

Comportement du titre en bourse



A partir de fin mars 2014, le titre Euro-cycles a amorcé une hausse notable adossée à la réalisation de bonnes performances permettant une distribution de dividendes extrêmement généreuse. Il a terminé l'année sur un gain de 81% se classant, ainsi, comme deuxième meilleure performance de l'année.

Ce parcours appréciable s'est reproduit en 2015 profitant des niveaux élevés de rentabilité ainsi que de la sous-évaluation de l'action par le marché. Le titre a enregistré une impressionnante ascension de 103,2% (21/12/2015) le hissant, cette fois, au rang de la meilleure performance du marché.

Aujourd'hui le titre se négocie à 32.49DT, soit 15.8x les bénéfices de 2015 et 13.9x les bénéfices de 2016. Un niveau qui devrait être significativement révisé à la baisse au vu du potentiel d'évolution que recèlent les nouveaux marchés annoncés par le management et qui rendent les perspectives de croissance offertes par la société extrêmement prometteuses.

Au final, le management a annoncé qu'il compte soumettre, en février 2016, au prochain conseil d'administration le projet d'une augmentation de capital par incorporation des réserves et l'attribution gratuite d'une action nouvelle pour deux anciennes.

**Un parcours boursier
impeccable à l'image des
perspectives prometteuses
de croissance**

Synthèse et recommandation

Euro-cycles a su évoluer au fil des années en déployant les moyens nécessaires à une amélioration de ses marges tant au niveau des produits, en se repositionnant sur des vélos à forte valeur ajoutée, que sur les charges, avec les différentes intégrations verticales en amont. Tous ces efforts conjugués à un savoir faire indéniable des dirigeants ont permis à la société d'afficher des résultats fort intéressants dépassant les prévisions établies.

Pour les années à venir, l'augmentation des capacités de production et de stockage, la montée en gamme et la conquête de nouveaux marchés devraient consolider la croissance de l'activité et des résultats, conforter les niveaux attrayants de rentabilité et permettre à la société de maintenir sa politique généreuse de distribution de dividendes.

Le titre présente encore un potentiel d'évolution étant donné la consolidation régulière des marges et le dépassement récurrent des objectifs, dénotant de la solidité et de la pertinence du business model de la société et qui font du titre une bonne opportunité de placement. Nous recommandons d'ACHETER le titre.

Note aux Investisseurs

Les informations contenues dans le présent document vous sont communiquées à titre purement indicatif et ne pourront être considérées comme liant Amen Invest. La responsabilité d'Amen Invest ne pourra en aucun cas être recherchée à raison de toute erreur typographique ou matérielle pouvant figurer dans le présent document. Amen Invest ne peut être tenue responsable des conséquences financières ou de quelques autre nature que ce soit résultant de la souscription, de l'acquisition, de la détention ou de la cession des ces produits. Les investisseurs devront procéder à leur propre analyse des risques et devront, si nécessaire, consulter leurs propres conseils juridiques, financiers, fiscaux, comptables ou tout autre professionnel.

Analysts

Karim BLANCO
Head of Research

Haifa BELGHITH
Senior Analyst

Ines KHOUAJA
Financial Analyst

Contact:
Tel: (+216) 71 965 400
Fax: (+216) 71 965 426
E-mail:
analyse@ameninvest.com.tn



AMEN INVEST
BROKERAGE HOUSE