



Euro-cycles:

Consolidation régulière des marges et dépassement récurrent des objectifs

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

Octobre 2015

Chiffres clés 30/06/2015 (1000 TND)

Nominal	1DT
Capitalisation boursière	133 920
Capitaux propres	24 360
Résultat net	8 016
Effectif	282

Indicateurs de valorisation

	EC	marché
P/E 2015	14.x	16.6x
P/B 2015	7.2x	3.0x
Div. Yield 2015	3.4%	3.3%

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	2011	2012	2013	2014e	2015p*
Capitaux propres	8 639	11 697	15 470	21 820	27 882
Revenus	47 306	48 521	50 358	64 132	70 545
EBITDA	3 489	4 608	5 323	7 194	9 257
Résultat net	4 805	5 558	6 737	10 409	11 538
P/E (x)	-	-	7.5x	8.4x	14x
P/B (x)	-	-	4.4x	5.4x	7.2x
Div.Yield (%)	-	-	7.9%	6.3%	3.4%

* Prévisions établies par Amen Invest

Présentation de la société

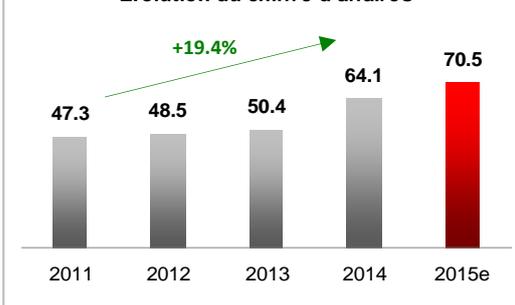
La société Euro-cycles a été créée en 1993 à l'initiative de M. Patrice Garandea qui a été rejoint par M. Habib ESSAYEH en 1995, date à laquelle la société est devenue réellement opérationnelle. Elle a pris en 1997 la forme d'une société anonyme ayant pour activité la fabrication, le montage et la vente de vélos tout terrain destinés exclusivement à l'export et essentiellement aux marchés européens.

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. Cette dernière, détenue à hauteur de 99,99% par la société mère, a été créée dans le cadre du développement de la stratégie de l'intégration verticale favorisant la compression des charges.

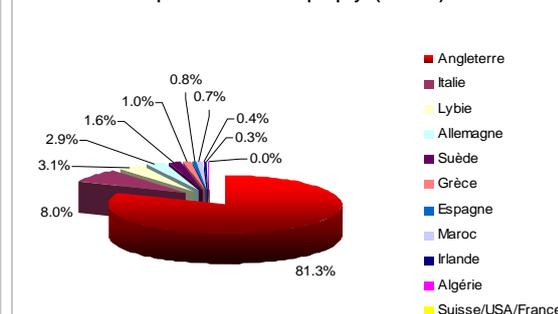
Performances financières

Evoluant en parfaite corrélation avec la consommation mondiale de vélos et profitant de la notoriété de la société et de la fidélisation de sa clientèle, les revenus d'Euro-cycles ont affiché une croissance annuelle moyenne de 19,4% sur les quatre dernières années, favorisant par conséquent la nette progression de ses bénéfices.

Evolution du chiffre d'affaires



Répartition des ventes par pays (en unité)



En dépit de la persistance de la conjoncture économique européenne difficile et le ralentissement du secteur de loisir, marché cible d'Euro-cycles, la société a su résister et est parvenue à améliorer ses ventes de près de 18% au titre de l'exercice 2014. Sa part a été ainsi ramenée à 5,15% du marché européen lui permettant de faire son entrée dans le top 8 des fabricants mondiaux.

Le nombre de vélos vendus en 2014 a atteint 449 812 unités, ce qui correspond à un chiffre d'affaires de 64,1MDT, soit une augmentation de 27,4% par rapport à 2013 et une hausse de 5% par rapport aux objectifs fixés par le management.

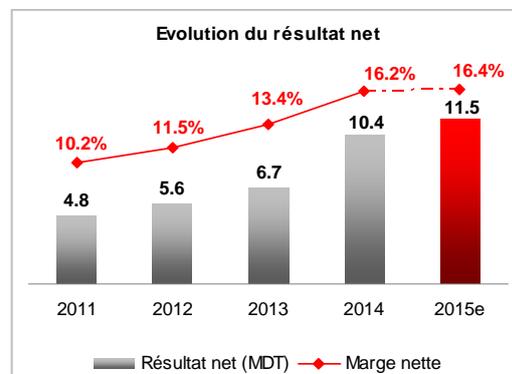
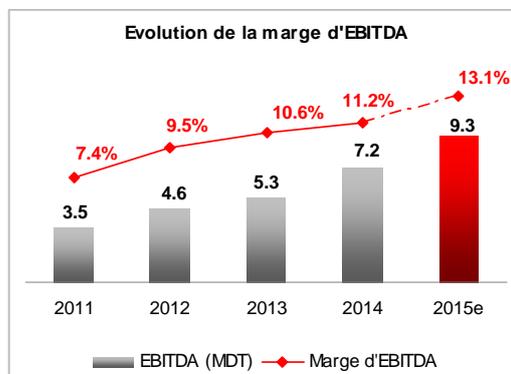
**Des performances
opérationnelles meilleures
que prévu confirment
l'efficacité du business
model d'Eurocycles**

Cette hausse a été réalisée en majorité sur le marché européen, principalement l'Angleterre où la société a écoulé 81,3% de ses ventes. Le reliquat a été réparti entre l'Italie, l'Allemagne, la Suède, la Grèce.

La répartition de ces ventes par type de produit, fait ressortir que la société alloue la part la plus importante de sa production aux vélos 26" et 20" appartenant à la catégorie « loisir ». Ces deux modèles ont représenté conjointement plus de 62% de la production de 2014. Par ailleurs, dans l'objectif de faire croître les gammes à forte valeur ajoutée, Euro-cycles a démarré la commercialisation de deux nouveaux modèles, à savoir les « City bike » (vélos 28") et les « Racing bike » (vélos 29"), dont la part a déjà atteint 14,4%.

Après la tendance à l'intégration verticale et dans l'objectif de l'amélioration continue de ses marges, Euro-cycles s'est attelée ces deux dernières années au développement des gammes présentant un ratio prix/bénéfice élevé. C'est ainsi qu'elle est parvenue à maintenir des résultats solides et à dépasser régulièrement ses objectifs en terme de rentabilité.

Le résultat d'exploitation est ressorti alors en forte progression de 38%. Cette performance a été rendue possible grâce, entre autres, à un effort notable en matière de négociation des prix d'achat des matières premières et des prix du transport. Signalons à ce stade que la société Euro-cycles s'approvisionne en composantes et en pièces à l'étranger, mais elle ne subit en aucun cas les fluctuations des cours mondiaux car ces dernières sont répercutées automatiquement sur les prix de vente.



L'indexation des prix de vente au cours des matières premières ainsi que la commercialisation de modèles à rendement élevé, ont considérablement conforté la rentabilité de la société. La marge d'EBITDA s'est appréciée de 35,1%, ramenant le taux d'EBITDA à 11,2% au 31/12/2014.

Par ailleurs, bénéficiant d'un niveau d'endettement faible qui génère des charges financières minimales, d'une distribution généreuse de dividende provenant de sa filiale Tunindustries mais également et à titre exceptionnel d'une plus-value de cession d'un actif à hauteur de 1,6MDT, le résultat net, à fin 2014, a grimpé de plus de 54% à 10,4MDT (+33% par rapport aux prévisions), portant la rentabilité des fonds propres à des niveaux remarquablement élevés, soit 47,7%.

Au final, la société jouit d'une situation financière saine et solide générant un niveau de liquidité important qui permet de consolider ses ressources durables, de couvrir ses investissements à long terme et de développer une autonomie financière.

Les réalisations du premier semestre laissent présager un nouveau dépassement des prévisions

Perspectives d'avenir

Pour ce qui est des perspectives d'avenir, la tendance à l'intégration des processus demeure au centre des préoccupations du management. Dans ce cadre, le projet de création d'une unité de fabrication de selles qui a été reporté pour 2015. Ce report a permis à la société de prendre le temps nécessaire pour le choix d'un partenaire répondant aux exigences de ses clients. Ce projet est actuellement en phase de finalisation et devrait faire l'objet d'un démarrage imminent. La société a reçu les équipements nécessaires et vient d'effectuer les premiers tests.

D'ailleurs, une extension de 1500m² a été réalisée pour accueillir cette nouvelle structure de fabrication de selles.

La société a également entamé la construction d'un nouveau bâtiment de stockage et de production de cadres afin de poursuivre le processus d'optimisation.

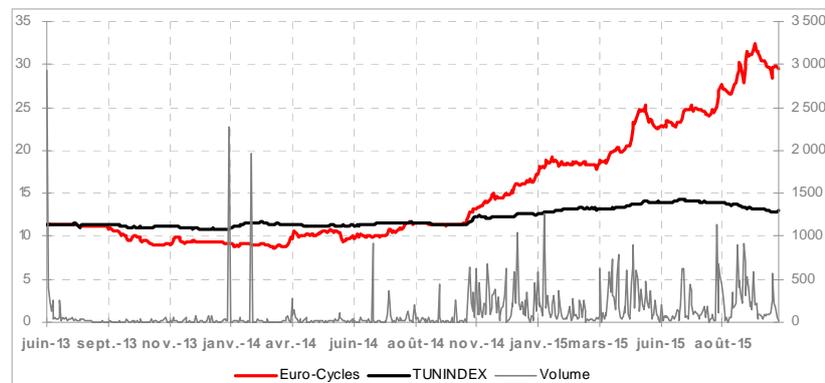
Par ailleurs, l'expansion vers de nouveaux marchés apparaît comme la priorité de la société qui vise la pénétration des marchés français et américain. Ce projet, qui devrait bonifier le chiffre d'affaires de 39MDT sur les trois prochaines années grâce à un potentiel estimé à 100 mille unités par an, est toujours d'actualité.

Parallèlement, Euro-cycles est en lisse pour décrocher un important marché d'Etat. Un projet qui nécessitera la construction d'une nouvelle unité de stockage s'il se concrétise.

Au final et sans tenir compte de ces projets, le management avait prévu pour 2015, lors de la dernière AGO, un résultat net de 9,2MDT et un chiffre d'affaires de 68MDT. Or, les réalisations à la clôture du premier semestre ainsi qu'au 30/09/2015 laissent présager un nouveau dépassement des prévisions qui pourrait atteindre les 25%.

Au 30/09/2015, le chiffre d'affaires de la société Euro-cycles a augmenté de 9% comparativement à la même période de 2014, soit un taux de réalisation de 86,3%. Le résultat net, quant à lui, a atteint 8MDT en hausse de près de 41%. Ce niveau représente 87% de ce qui a été prévu pour toute l'année 2015.

Comportement du titre en bourse



Introduit en bourse au mois de mai 2013, le titre a évolué dans un canal baissier suivant le mouvement général du marché. Il a ainsi clôturé 2013 sur une baisse de plus de 16%.

Un parcours boursier impeccable à l'image des performances opérationnelles meilleures que prévu

A partir de fin mars 2014, cette tendance baissière s'est inversée et le titre a amorcé une reprise notoire adossée à la réalisation de bonnes performances permettant une distribution de dividendes extrêmement généreuse. Le titre a terminé l'année 2014 sur un gain de 81% se classant, ainsi, comme deuxième meilleure performance du marché.

Ce parcours appréciable s'est poursuivi en 2015 avec une performance qui a dépassé les 90% (20/10/2015), profitant des niveaux élevés de rentabilité ainsi que de la sous-évaluation du titre par le marché.

Aujourd'hui le titre se négocie à 29.85DT, soit un PER₂₀₁₅ de 14x contre 16,6x pour le marché et offre un div.yield 2015 de 3,4%. Ce rendement est calculé sur la base d'un montant de dividende similaire à celui de 2014 et qui pourrait probablement être révisé à la hausse étant donné qu'il ne représente qu'un payout de 47%.

Synthèse et recommandation

Une société qui, en dépit d'une conjoncture économique difficile, a enregistré des résultats fort intéressants dépassant les prévisions établies par le management.

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 et en aval.

Tous ces efforts conjugués à un savoir faire indéniable des dirigeants ont permis à la société de ramener le taux de la marge brute de 19% en 2010 à 25% en 2014.

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 réitérer sa politique généreuse de distribution de dividendes.

Le titre présente actuellement un PER₂₀₁₅ de 14x, un niveau de valorisation encore attrayant 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 quelque autre nature que ce soit résultant de la souscription, de l'acquisition, de la détention ou de la cession de 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