

Compte de résultat

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p	2022p
Chiffre d'affaires consolidé	80 310	83 786	67 662	87 599	97 075	109 075	124 075
<i>Progression</i>	-	4%	-19%	29%	11%	12%	14%
Marge brute	27 937	28 709	19 316	23 678	26 725	30 029	34 159
<i>Progression</i>	-	3%	-33%	23%	13%	12%	14%
Taux de marge brute	35%	34%	29%	27%	28%	28%	28%
EBITDA	16 132	16 856	10 014	12 876	15 115	17 370	19 903
<i>Progression</i>	-	4%	-41%	29%	17%	15%	15%
Marge d'EBITDA	20%	20%	15%	15%	16%	16%	16%
Résultat net part du groupe retraité*	15 221	15 548	8 394	8 730	10 706	11 937	13 711
<i>Progression</i>	-	2%	-46%	4%	23%	11%	15%
Marge nette	18%	19%	12%	10%	11%	11%	11%

* 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.

▪ **Le bilan de l'année 2019 ressort mitigé pour Euro-Cycles. Le producteur des vélos a affiché un rattrapage indéniable au niveau de son activité d'exploitation après une année 2018 éprouvante. Conformément aux attentes, les ventes ont repris du poil de la bête et l'EBITDA a retrouvé le chemin de la croissance. Cependant, la rentabilité s'est nettement ressentie des pertes de change, du fait de l'appréciation du dinar.**

▪ **Les réalisations du Groupe sur le premier trimestre de l'année en cours portent la marque d'une résistance face aux retentissements mondiaux de la crise du COVID-19. L'avènement de cette crise sanitaire devrait plutôt donner un coup d'accélérateur à l'industrie des vélos dans le monde. Promu comme moyen favorable de distanciation sociale et comme mode de transport écologique de référence, le vélo est de plus en plus plébiscité en Europe. Il devrait retrouver une place centrale dans les métropoles post-COVID.**

▪ **Dans ce contexte porteur, les prochaines années s'annoncent sous de bons auspices pour Euro-Cycles et pour ses projets latents (E-Scooter et assemblage des batteries électriques). 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 2020-2022.**

▪ **Euro-Cycles affiche aujourd'hui une bonne visibilité dans ce contexte malmené. Le positionnement sur le titre reste d'actualité mais pour un horizon de placement plus lointain, en l'occurrence 2022, pour déjouer la nervosité actuelle du marché actions et « capter » les bienfaits de la stratégie de diversification des produits et des marchés et du virage vers le vélo électrique.**

Prix : 18,840 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: 167MDt

Ratios boursiers**:

PER 2020e: 16,3x

Yield 2020e: 5,8%

EV/EBITDA 2020e: 11,5x

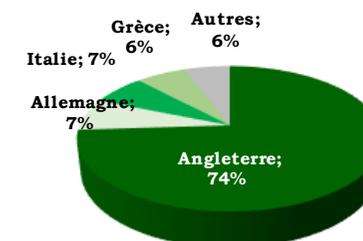
ROE 2019: 28,5%

Performance 2020: -0,5%

* Actionnariat en mai 2019

** Données au 27 mai 2020.

Répartition géographique des ventes (2019)



I- Faits & éléments saillants au 31 décembre 2019

▪ L'année 2019 a été bonne au niveau de l'activité d'exploitation. Le producteur des vélos a remonté la pente, après une année 2018 marquée par d'importantes méventes. Le chiffre d'affaires s'est rattrapé de 29% à 87,6MDt, **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 plus salutaire au niveau de la rentabilité opérationnelle. Le groupe est parvenu à rattraper la dégradation de sa marge brute (qui a baissé de 1,5 point de pourcentage à 27% suite à l'appréciation du dinar) par un contrôle relatif des charges. Par conséquent, l'EBITDA a bondi de 29% à 12,9MDt et la marge d'EBITDA a été maintenue aux alentours de 14,7%.

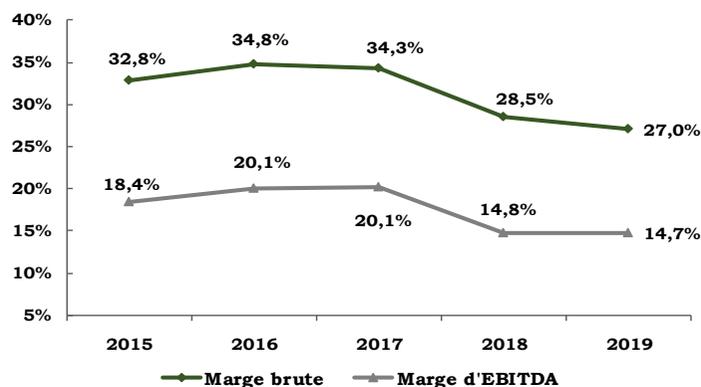
▪ C'est au niveau du résultat financier que le revirement important du contexte de change enregistré en 2019 est plus visible. Le solde net de change du producteur de vélos, qui était une « source de rentabilité » pour le Groupe, a basculé, en 2019, en territoire négatif. Ces pertes de change ont plombé le résultat financier d'Euro-Cycles qui a viré au rouge pour la première fois depuis 2013 (passage d'un gain net de 0,3MDt en 2018 à une charge nette de 1,3MDt en 2019).

▪ Ces pertes de change ont beau être comptables, il n'en demeure pas moins qu'elles ont généré un important manque à gagner au niveau de la rentabilité nette. Résultats des courses, le résultat net part du groupe a affiché une progression timorée de 4% à 8,7MDt. Pour la deuxième année de suite, la filiale Tunindustries continue à tirer vers le bas les résultats consolidés. Selon le

management, cette dernière a subi, en 2019, une chute de son résultat net de 35% à près de 2MDt.

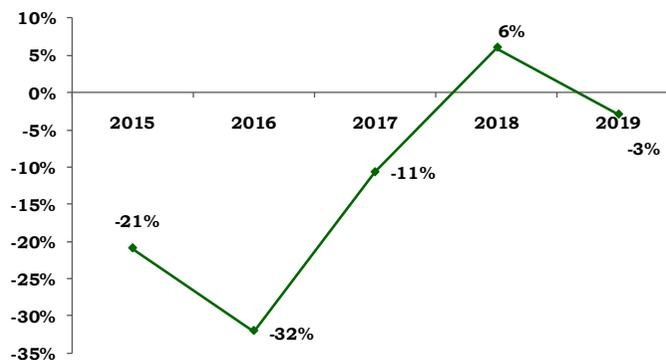
« La reprise des ventes en 2019 est attribuable aux efforts déployés par le management pour dénicher de nouveaux marchés et pour récupérer les clients perdus en 2018 »

Evolution de la marge brute et de la marge d'EBITDA



« Le rebond de l'activité en 2019 a permis de désendetter le bilan et de renouer avec une trésorerie nette excédentaire »

Evolution du gearing



▪ Le retour à la croissance a été bénéfique pour le Groupe d'un point de vue bilanciel. Euro-Cycles a renoué avec sa trésorerie excédentaire après le faux pas de 2018 (baisse de la rentabilité coïncidant

avec la poursuite des efforts d'investissement). Euro-Cycles affiche, fin 2019 une dette nette négative de -1,2MDt, soit un gearing de -3%.

II- Perspectives d'avenir & prévisions

▪ L'année 2020 a commencé sous de bons auspices pour Euro-Cycles: récupération d'anciens clients, prospection de nouveaux marchés (marché américain et marché danois), finalisation des derniers investissements dans la ligne de production des vélos électriques et expédition des premières commandes de ce produit.

▪ Jusqu'au premier trimestre 2020, le groupe a fait preuve de résistance à la crise, maintenant une bonne cadence de production (+10% en glissement annuel) et poursuivant la trajectoire ascendante de ses ventes (+6% en glissement annuel).

▪ Bien qu'elle ait suscité l'inquiétude des acteurs de l'industrie des cycles dans le monde avec l'arrêt des usines, la fermeture des frontières, la dégradation de la conjoncture économique dans le monde et les perturbations dans les chaînes de valeur, la crise du COVID-19 constitue une opportunité pour l'industrie du vélo en général et pour Euro-Cycles en particulier. Malgré une activité économique mal en point, les rapports sur l'industrie des vélos en Europe sont plutôt encourageants. Ils font état d'une demande soutenue sur toutes les catégories de vélos, en particulier pendant la phase du déconfinement que nous vivons actuellement. Les raisons à cela sont multiples:

« Malgré les craintes sur les retombées économiques de la crise du COVID-19, les industriels pensent que cette épidémie constitue une opportunité intéressante pour le secteur »

i/ La perception du vélo en tant que moyen de transport « COVID-safe: » et le meilleur substitut pour les transports en public qui présentent un risque de transmission du virus,

ii/ La réhabilitation du vélo en tant que moyen de transport écologique dans un contexte où l'écologie prend de plus en plus d'importance dans les politiques publiques,

iii/ La crise a profité aux producteurs les moins confinés en l'occurrence la Tunisie comparativement à d'autres usines dans le monde. Des producteurs asiatiques par exemple ont pâti de l'apparition d'une deuxième vague donnant une longueur d'avance à Euro-Cycles.

▪ Tenant compte des opportunités offertes par la crise du COVID-19, la stratégie du management dans les prochaines années s'articulera autour des axes suivants:

1) Compléter le virage vers le vélo électrique, le nouveau cheval de bataille: Ce produit rencontre un succès croissant en Europe (marché estimé à 275 millions d'euros avec un rythme de croissance de 25% par an). Par ailleurs, il 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 de vélos électrique couvrant tous les segments de clientèle (vélo enfant, vélo tout terrain et vélo urbain).

▪ Rappelons que 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).

▪ Sur ce marché classique, Euro-Cycles a une place à prendre dans la mesure où de nombreux producteurs se sont désengagés de cette niche de marché, anticipant sa fin de vie.

2) Se lancer dans de nouveaux créneaux

▪ Après le lancement de sa propre marque dédiée aux distributeurs (COLLORADO CYCLES), Euro-Cycles affiche, aujourd'hui, un intérêt dans l'activité d'assemblage des batteries électriques, voire dans leur fabrication à long terme. Ce projet devrait renforcer l'intégration industrielle du Groupe et lui permettre de consolider son avantage compétitif autour de la certification originaire.

▪ Le management ambitionne, également, de ce lancer dans le créneau du Scooter électronique. Ce marché estimé à 1 millions d'unités par an offre un important potentiel de diversification pour Euro-Cycles. Aujourd'hui, le Groupe en possède des commandes fermes de 50 000 unités à livrer sur les trois prochaines années.

3) Intensifier les prospections et diversifier les marchés:

▪ 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. L'amplitude de ce marché dont la taille dépasse 6 milliards de dollars par an, est encourageante.

▪ L'équipe de direction estime que le maintien des tensions commerciales sino-américaines et une aubaine pour le Groupe.

4) Aller de l'avant dans le partenariat avec Décathlon: Le Groupe a finalisé la signature d'un

contrat avec Décathlon pour la production de 35 000 vélos en 2020 (sous la marque B'Twin). Cette alliance devrait permettre 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).

▪ Interpellé sur le Brexit, le management s'est montrée confiante quant à la sortie définitive du Royaume-Uni de l'Union Européenne. 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 2019 protège les intérêts du Groupe en Angleterre et prolonge le libre-échange avec ce pays.

▪ Sur la base des données chiffrées avancées lors de l'AGO, nous pensons que le Groupe est en mesure de réaliser une croissance annuelle moyenne de ses ventes consolidés de 12% pour dépasser le cap de 120MDt d'ici 2022. Le résultat net part du groupe devrait, quant à lui, progresser de 15% en moyenne sur les trois prochains exercices.

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

▪ Il est à noter que ces estimations sont construites sous l'hypothèse d'un environnement de change stable sur les trois prochaines années. Il va sans dire, que toute dépréciation éventuelle du dinar dans les prochaines années devrait nécessairement rehausser les perspectives de rentabilité du groupe.

« Toute dépréciation éventuelle du dinar dans les prochaines années devrait nécessairement rehausser les perspectives de rentabilité du groupe »

III- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

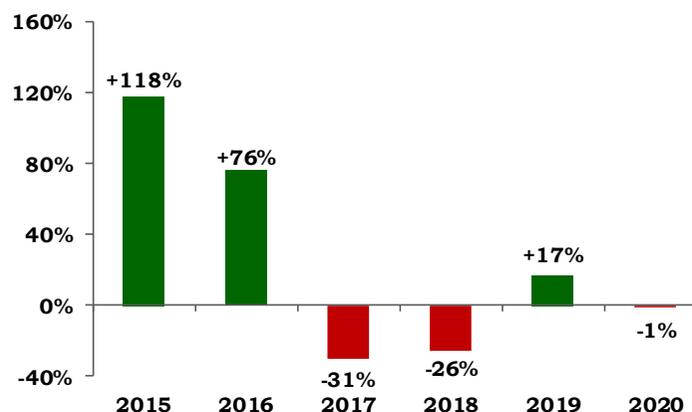
▪ En 2020, Euro-Cycles a connu un parcours boursier volatil. Après un début d'année réussi (une progression annuelle de 16% à fin février), le titre a succombé aux effets de l'épidémie mondiale. Mais, depuis le début du mois de mai, l'action a repris une tendance haussière favorisée par les annonces sur la bonne orientation de la demande de vélos, à mesure que l'Europe entame son déconfinement. La valeur est, ainsi parvenue à effacer toutes les pertes cumulées depuis le début de l'année (une évolution quasi nulle à ce jour).

▪ Avec une capitalisation de 167MDt, Euro-Cycles traite à des multiples de 16,3x ses bénéfices et 11,5x son EBITDA attendus en 2020; un niveau de valorisation intéressant comparativement au benchmark.

▪ **Nous réitérons notre recommandation d'achat sur Euro-Cycles. Le positionnement sur le titre est recommandé pour un horizon de placement de deux ans, pour déjouer la morosité actuelle du marché actions et « capter » convenablement les bienfaits de la stratégie de diversification des produits et des marchés et du virage vers le vélo électrique.**

▪ **Notons enfin que l'AGO du 28 mai 2020 a approuvé la distribution d'un dividende de 1,090Dt par action à partir du 12 août 2020.**

Evolution de la performance boursière annuelle



Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	Marge d'EBITDA 2019	PE/2020e (x)	PE/2021e (x)	VE/EBITDA 2020e (x)	VE/EBITDA 2021e (x)
Euro-Cycles	Tunisie	14,7%	16,3	14,6	11,5	10,0
Jardine Cycle & Carriage Limited	Singapour	20,8%	11,8	8,2	8,2	7,4
Shimano Inc.	Japon	23,7%	35,1	31,3	18,5	16,0
Merida Industry Co., Ltd	Taiwan	N/A	24,4	21,0	27,1	23,9
Giant Manufacturing Co., Ltd.	Taiwan	10,4%	29,7	24,9	18,2	16,1
Topkey Corporation	Taiwan	26,6%	14,4	N/A	N/A	N/A
Hero Motocorp Limited	Inde	15,2%	15,9	13,2	10,9	9,2
Halfords Group Plc	Royaume Uni	8,4%	22,1	9,2	7,0	4,7
Thule Group AB	Suède	19,0%	31,9	24,9	22,1	17,7
Fox Factory Holding Corp	Etats-Unis	17,4%	36,9	29,1	23,2	18,3
Médiane	-	17,4%	23,3	21,0	18,2	16,0

Source: Infinancials