

Compte de résultat

Chiffres en mDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022p	2023p
Chiffre d'affaires consolidé	80 310	83 786	67 662	87 599	119 824	152 281	178 000	220 000
<i>Progression</i>	-	4%	-19%	29%	37%	27%	17%	24%
Marge brute	27 937	28 709	19 316	23 678	35 915	40 138	46 916	57 987
<i>Progression</i>	-	3%	-33%	23%	52%	12%	17%	24%
Taux de marge brute	35%	34%	29%	27%	30%	26%	26%	26%
EBITDA	16 132	16 856	10 014	12 876	21 007	24 652	29 108	36 616
<i>Progression</i>	-	4%	-41%	29%	63%	17%	18%	26%
Marge d'EBITDA	20%	20%	15%	15%	18%	16%	16%	17%
Résultat net part du groupe retraité	15 221	15 548	8 394	8 736	16 611	19 128	22 544	28 421
<i>Progression</i>	-	2%	-46%	4%	90%	15%	18%	26%
Marge nette	18%	19%	12%	10%	14%	13%	13%	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.

▪ **Plus qu'honorable, ainsi peut-on qualifier le bilan de l'exercice 2020 pour Euro-Cycles. Le Groupe a profité de la pénurie de vélos à l'échelle mondiale et de la forte demande pour ce produit, à mesure que la pandémie de la Covid-19 se répand dans le monde. Cette forte demande pour le vélo a été alimentée par sa double perception en tant que moyen de transport écologique et « Covid-safe ». Les revenus du Groupe ont enregistré une accélération de la croissance et de nouveaux paliers de rentabilité ont été atteints.**

▪ **Le management est serein sur les perspectives d'avenir du Groupe affirmant que l'engouement pour le vélo pendant la crise de la Covid-19 n'est pas un phénomène circonstanciel. Il s'agit d'une tendance lourde qui devrait s'inscrire dans la durée, grâce aux politiques environnementales mises en place par les gouvernements dans les pays développés pour encourager l'utilisation du vélo. Le vélo comme mode de déplacement est un véritable « game changer » dans la révolution des mobilités que vivent la plupart des villes dans le monde. La feuille de route tracée par l'équipe de direction dans les prochaines années comprend: 1) une poursuite des efforts d'investissement, 2) une intensification des prospections, 3) une orientation volontariste vers le vélo électrique, 4) le lancement de nouveaux créneaux et 5) la création d'un écosystème pour le vélo en Tunisie.**

▪ **Malgré son joli parcours sur les dernières années, nous pensons que la valeur affiche encore des multiples intéressants, comparativement à la moyenne internationale. La société est sur un bon trend de croissance. Elle offre une visibilité appréciable (jusqu'en 2023). Elle jouit de profil totalement exportateur et affiche une assise financière solide. Autant de facteurs qui plaident en faveur d'un positionnement sur Euro-Cycles.**

Prix : 29,400 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: 262MDt

Ratios boursiers**:

PER 2021e:	13,7x
Yield 2020:	5,2%
EV/EBITDA 2020:	13,5x
ROE 2020:	56%
Performance 2021:	+14,8%

* Actionnariat au 31 décembre 2020

** Données au 15 Avril 2021.

« Malgré son joli parcours boursier affiché sur les trois dernières années, Euro-Cycles recèle encore un important potentiel de revalorisation »

I- Faits & éléments saillants au 31 décembre 2020

- Les ventes du producteur des cycles ont poursuivi leur trend haussier pour la deuxième année de suite, affichant une envolée de 37% à 119,8MDt. Cette performance est redevable au contexte mondial favorable pour Euro-Cycles de pénurie de vélos et de hausse de la demande, et des efforts de prospection soutenus déployés par le management. Signalons qu'Euro-Cycles est parvenue en 2020 à se hisser au 4ème rang des exportateurs mondiaux de vélos vers l'Europe après les producteurs chinois, cambodgiens et taiwanais.

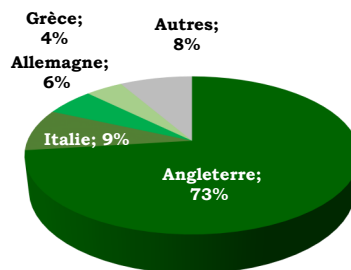
- Euro-Cycles a affiché une amélioration notable de sa rentabilité d'exploitation. La marge brute s'est hissée de 2,9 points de taux à 30%. La marge d'EBITDA, pour sa part, s'est appréciée de 2,8 points de pourcentage à 17,5%. Enfin, l'évolution de l'EBITDA (+63,1% à 21MDt) reflète des efforts de maîtrise des charges et une amélioration de la productivité chez Euro-Cycles.

- Profitant d'un contexte de change plus clément, le Groupe a affiché une normalisation de ses charges financières après une année plombée par les pertes de change (des charges financières divisés par deux à 0,9MDt). Au final, Euro-Cycles a terminé 2020 avec un résultat net part du groupe de 16,6MDt, soit presque le double de celui de l'année 2019.

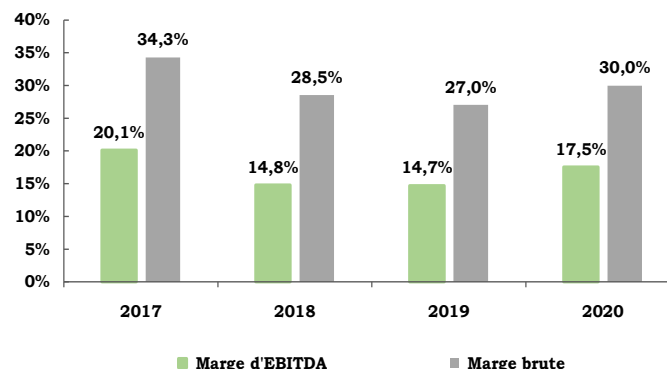
- La force d'Euro-Cycles réside dans son bilan sain et dans sa capacité génératrice de cash flow. Le Groupe jouit d'une importante manne financière qui lui permet d'autofinancer ses investissements et de rémunérer généreusement ses actionnaires. Notons que le Groupe a enregistré en 2020, une hausse ponctuelle de son endettement (un gearing passant de -3% en 2019 à 47% en 2020) due à la

reprise significative de l'activité qui a nécessité des financements du cycle d'exploitation.

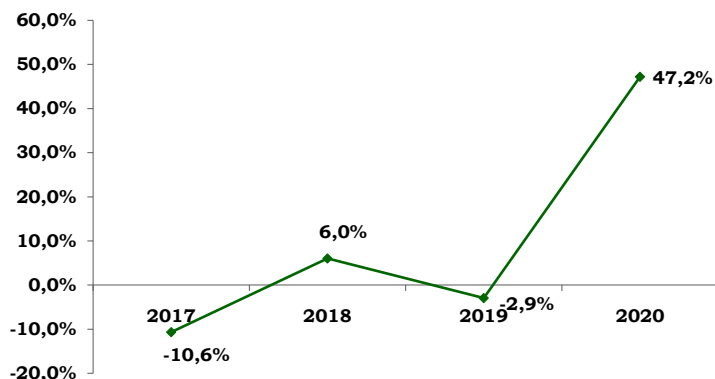
Répartition géographique des ventes d'Euro-Cycles (2020)



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



Evolution du gearing



II- Perspectives d'avenir & prévisions

- Le management était serein sur les perspectives d'avenir du Groupe affirmant que l'engouement pour le vélo pendant la crise de la Covid-19 n'est pas un phénomène circonstanciel. Il s'agit d'une tendance lourde qui devrait s'inscrire dans la durée dans les prochaines années, grâce aux politiques environnementales mises en place par les gouvernements dans les pays développés pour encourager l'utilisation du vélo. Le vélo comme mode de déplacement est un véritable « *game changer* » dans la révolution des mobilités que vivent la plupart des villes dans le monde.

- La feuille de route présentée par l'équipe de direction durant l'AGO prévoit:

1) Une poursuite des efforts d'investissement:

Euro-Cycles compte poursuivre ses efforts d'intégration en amont par le lancement d'une unité de fabrication des guidons et de feuillement des cadres en aluminium. Le management compte, également, monter en capacité, dans les prochaines années, pour dépasser le cap de 1 million de vélos d'ici 2023, contre 508 mille vélos à fin 2020.

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, Pologne et Afrique du Nord).

« L'engouement manifesté pour le vélo lors de la pandémie de la Covid-19 est une tendance lourde qui devrait s'inscrire dans la durée grâce aux politiques environnementales mises en

- Après la réussite de la première commande avec le groupe JB imports (1 000 vélos en 2019) expédiée aux Etats-Unis, le management s'est montré confiant dans la capacité d'Euro-Cycles à pérenniser sa présence sur ce marché. D'ailleurs, l'équipe de direction ambitionne de démarrer les travaux de certification des produits d'Euro-Cycles aux normes américaines dans les prochaines années.

- Dans un autre registre, l'équipe de direction estime que le maintien des tensions commerciales sino-américaines est 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 américain.

- Toujours au rayon des prospections, Euro-Cycles est parvenu à décrocher un contrat avec le distributeur Huffy spécialisé dans la vente de vélos jouets, pour la production de 35 000 vélos jouets sous la marque Disney.

3) 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 trois 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).

- Pour compléter le virage vers le vélo électrique, Euro-Cycle a noué un partenariat avec la société tunisienne ACTIA, spécialisée dans les systèmes de batteries modulaires, pour monter ses propres batteries et augmenter le taux d'intégration des

vélos électriques.

- 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.

4) 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 la production de triporteurs (ou vélos cargo). Les rapports sur le marché de ce type de vélos sont très encourageants et montrent que le vélo cargo vit un véritable boom sur les marchés européens.

- Le management étudie également la possibilité de se lancer sur le segment du Scooter électrique. Ce marché estimé à 1 millions d'unités par an offre un important potentiel de diversification pour Euro-Cycles.

5) Créer un véritable écosystème pour le vélo en Tunisie

- D'ici 2025, Euro-Cycles brigue la création d'un véritable écosystème pour le vélo en Tunisie par la création d'une plateforme pour l'industrie du vélo dans la région de Sousse appelée « Tunisia Bicycle Valley ». Dans cette plateforme, Euro-Cycles aspire à inviter les producteurs chinois et taiwanais à s'installer en Tunisie. L'intérêt de cette initiative est double. Elle permettrait à Euro-Cycles de se rapprocher physiquement de ses fournisseurs et

partenaires et à raccourcir la « *supply chain* » et de développer la sous-traitance.

- L'équipe de direction ambitionne de réaliser une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 22,5% sur la période 2021-2023 pour dépasser le cap de 200MDt d'ici 2023.

- 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 son résultat net part du groupe de 19,6% pour atteindre 28,4MDt à l'horizon 2023.

- 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.

III- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- Euro-Cycles a affiché un bon crû boursier pour trois années de suite. 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 de la Covid-19 a été 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.

Et pour cause, la double perception du vélo en tant que moyen de transport « Covid safe » et écologique.

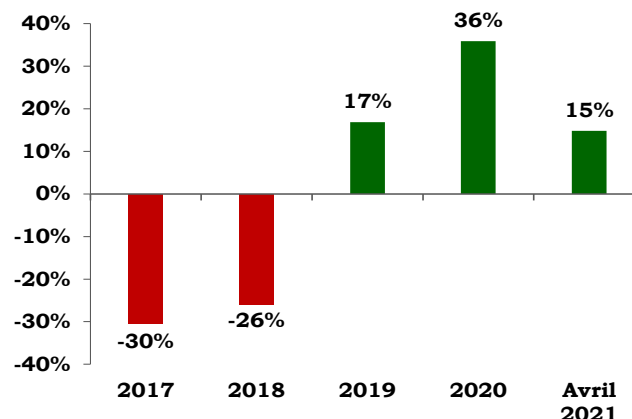
- Malgré son parcours, nous pensons que la valeur affiche encore des multiples intéressants (un P/E 2021e de 13,7x et VE/EBITDA 2021 de 11,3x), comparativement à la moyenne internationale (voir les comparables internationaux ci-contre) et recèle encore un important potentiel de revalorisation.

- La société est sur un bon trend de croissance. Elle offre une visibilité appréciable. Elle jouit de profil totalement exportateur et affiche une assise financière solide. Autant de facteurs qui plaident en faveur d'un positionnement sur le titre.

- Nous réitérons notre recommandation d'« Achat » sur Euro-Cycles. Nous estimons le potentiel de hausse du cours à 20% compte tenu de la visibilité que nous avons jusqu'en 2023.

- **Notons, enfin, que l'AGO, tenue aujourd'hui, a approuvé la distribution d'un dividende de 1,515Dt par action à partir du 12 Mai 2021.**

Evolution de la performance boursière annuelle



Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	Marge d'EBITDA 2020 (%)	P/E 2021e (x)	P/E 2022e (x)	VE/EBITDA 2020 (x)	VE/EBITDA 2021e (x)
Euro-Cycles	Tunisie	17,5	13,7	11,6	13,5	11,3
Jardine Cycle & Carriage Limited	Singapour	20,6	9,9	8,0	7,1	6,6
Shimano Inc.	Japon	26,7	29,5	30,4	20,3	16,3
Merida Industry Co., Ltd	Taiwan	21,1	19,7	17,7	41,7	33,2
Giant Manufacturing Co., Ltd.	Taiwan	12,6	20,6	19,0	14,2	13,0
Topkey Corporation	Taiwan	25,7	12,4	10,5	6,8	5,5
Hero Motocorp Limited	Inde	14,3	17,5	15,1	15,7	12,4
Halfords Group Plc	Royaume Uni	13,4	12,9	11,1	8,0	10,6
Thule Group AB	Suède	22,2	28,2	26,6	21,4	19,6
Fox Factory Holding Corp	Etats-Unis	16,6	36,5	31,6	31,6	25,3
Médiane	-	20,6	19,7	17,7	15,7	13,0

Source: Infront Analytics.