



Département
Recherches & Analyses



Introduction en Bourse

Souscrire

M a i
2 0 1 3

MAXULA BOURSE

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez
Les Berges du Lac 1053

Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292

Fax: (+216) 71 960 565

maxulabourse@topnet.tn

www.maxulabourse.com.tn



Bourse
Tunis
Secteur

Industrie mécanique et électrique

Souscrire Investment Highlight

Prix de l'Introduction **11.2 DT**

Période de Souscription

du 20/05/2013 au 07/06/2013 inclus

Fonds levé **18 144 000 DT**

Titres à offrir **1 620 000 actions**

Valeur Nominale **1 DT**

Jouissance des actions **1er Janvier 2013**

Flottant **30%**

Capitalisation Boursière* **60 480 000 DT**

* Après OPF

- La société **EURO-CYCLES** a pour activité la fabrication, le montage et la vente de vélos tout terrain destinés exclusivement à l'export, essentiellement vers le marché européens.

- La société évolue dans un marché international des cycles en croissance continue, stimulée par la flambée des prix de pétrole et une évolution subséquente de nouvelles pratiques liées au transport.

- L'activité d'**EURO-CYCLES** évolue sur les chapeaux de roues, avec une progression annuelle moyenne de 20.2% sur la période 2009-2011.

- Malgré une forte volatilité des prix des matières premières, Euro-cycles est parvenue à réaliser des marges d'exploitation confortables.

- Pour son développement, la société compte renforcer le degré d'intégration de nouvelles activités et offrir des vélos à selles personnalisées, présentant des produits à forte valeur ajoutée.

- Entre 2012 et 2016, le chiffre d'affaires d'**EURO-CYCLES** connaîtra une croissance annuelle moyenne de 9.3% pour s'établir à 74 456 mDT, in fine.

- La société offre à ses actionnaires une politique de distribution de dividendes intéressante, avec un Pay-Out de 42.7% à l'horizon de 2016.

Actionariat

Actionnaires	Avant l'Offre	Après l'Offre
Essayeh Habib	36,48%	25,53%
STE BENTEC	20,00%	14,00%
Rekik Mohamed	13,37%	9,36%
MG Invest	10,00%	7,00%
Ghazi Mourad	10,00%	7,00%
Beraudo Michele	9,99%	6,99%
Rekik Hejer	0,17%	0,12%
Public	-	30,00%

Recommandation

Grâce à sa nouvelle orientation stratégique vers des produits à forte valeur ajoutée et l'intégration de plusieurs activités en amont et en aval dans son processus de production, **EURO-CYCLES** compte profiter pleinement de l'essor du marché international des cycles durant les prochaines années. Dans ce sillage, et augurant des perspectives

de croissance prometteuses, le business plan présenté table sur la réalisation d'un chiffre d'affaires et d'un bénéfice net de 74 456 mDT et 3 803 mDT à l'horizon de 2016, soit un potentiel de croissance annuelle moyenne de 9.3% et 12.6%, respectivement.

Sur la base d'un prix d'introduction de 11,2 DT, le titre **EURO-CYCLES** présente une valorisation attrayante se transigeant à 10.96x et 8,86x ses bénéfices estimés de 2012 et 2014, respectivement. Aussi, la société offre à ses actionnaires une politique généreuse de distribution de dividendes, présentant un Pay-Out estimé à 46.98% en 2012 et 44.11% en 2014.

Compte tenu des perspectives prometteuses d'**EURO-CYCLES**, de la valorisation attrayante de son titre et de la politique généreuse de dividendes projetée, notre recommandation quant à la souscription à l'OPF de la société **EURO-CYCLES** s'inscrit dans une optique de placement à long terme.

Tableau de bord Boursier

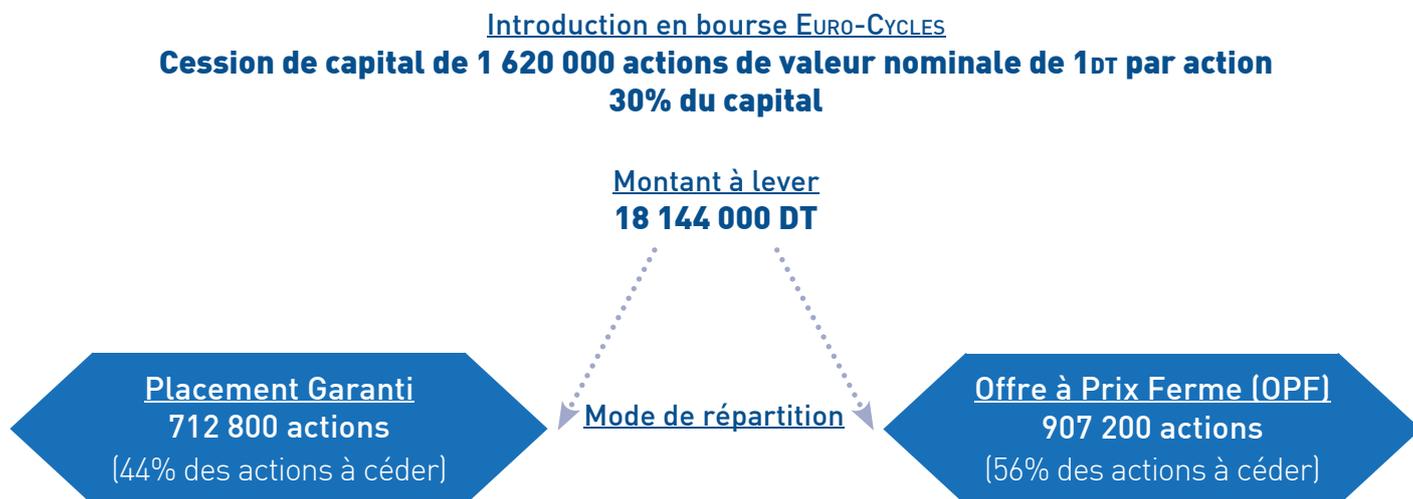
En mDT	Revenus	EBITDA	EBIT	RN	ROE	ROA	BPA	PER*	PBK*	YIELD*	VE/CA*	VE/EBITDA*
2011	48 316 267	5 731 764	5 229 111	4 975 008	0,46	1,83	2,76	4,05	2,56	5,66%	1,25	10,55
2012 p	52 112 384	6 345 988	5 800 475	5 520 498	0,40	1,79	1,02	10,96	5,55	4,13%	1,16	9,53
2013 p	56 378 012	7 074 693	6 492 023	5 812 662	0,34	1,70	1,08	10,40	4,34	4,29%	1,07	8,55
2014 p	62 458 892	8 168 441	7 616 788	6 825 139	0,32	1,62	1,26	8,86	3,52	4,34%	0,97	7,40
2015 p	69 012 147	9 353 993	8 855 702	7 950 912	0,30	1,54	1,47	7,61	2,30	4,98%	0,88	6,47
2016 p	74 456 159	10 325 233	9 871 987	8 890 774	0,28	1,44	1,65	6,80	1,91	5,71%	0,81	5,86

* considérant le prix d'introduction de 11.2 DT

CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

L'introduction de la société **EURO-CYCLES** au marché Principal de la cote de la Bourse se fera par la mise sur le marché dans le cadre d'une cession au public de la part de ses actionnaires actuels de 1 620 000 actions d'une valeur nominale de 1 DT chacune aux prix de 11,2 DT, représentant 30% du capital.

L'offre se répartit de la manière suivante :



Les actions offertes dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme seront réparties en trois catégories :

Catégories	Nombre d'action	Montant en DT	Répartition en pourcentage	
			Du Capital	De l'OPF
Catégorie A				
Demandes réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères désirant acquérir au minimum 10 actions et au maximum 500 actions	194 400	2 177 280	3.60%	21.43%
Catégorie B				
Demandes réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères désirant acquérir au minimum 501 actions et au maximum 27 000 actions pour les non institutionnels et un maximum 27 000 actions pour les institutionnels.	356 400	3 991 680	6.60%	39.29%
Catégorie C				
Demandes réservées aux OPCVM désirant acquérir au 501 actions et au maximum 27 000 actions. Les souscripteurs de cette catégorie doivent respecter les dispositions légales notamment celles régissant les ratios prudentiels tel que définis au niveau de l'article 29 de la loi n° 2001-83 du 24 juillet 2001 portant promulgation du Code des Organismes de Placement Collectif et fixant un maximum de 10% de l'actif net en titres de créance ou de capital émis ou garantis par un même émetteur.	356 400	3 991 680	6.60%	39.29%
Total	907 200	10 160 640	16.80%	100.00%

ÉVALUATION

L'évaluation de la société **EURO-CYCLES** a été effectuée sur la base des méthodes d'évaluation financière suivantes:

- La méthode des Discounted Cash flows (DCF),
- La méthode des rentes économiques (EVA),
- La méthode par Bates.

Compte tenu de la nature de l'activité de la société **EURO-CYCLES** ainsi que de ses perspectives d'avenir, l'évaluateur a décidé d'équiponder les trois méthodes d'évaluation retenues. La valorisation de 100% des fonds propres d'**EURO-CYCLES** se présente de la manière suivante:

Méthode	Valeur des fonds propres (Millions TND)	Prix par action (TND)
Discounted Cash Flows	67,287	12,461
Méthode EVA	71,794	13,295
Méthode Bates	67,613	12,521
Valeur	68,898	12,759
Valeur après décote de 12,22%	60,480	11,200

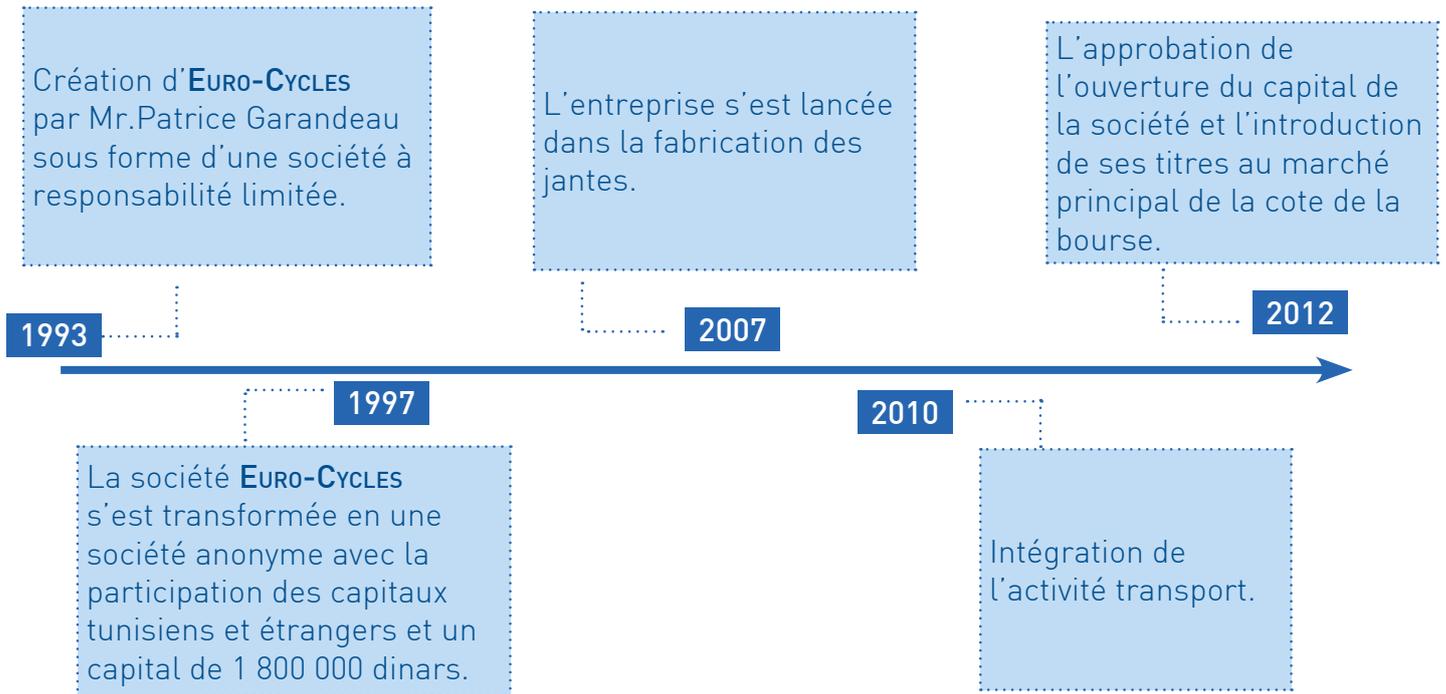
La valorisation des fonds propres d' **EURO-CYCLES** sur la base des trois méthodes retenues s'inscrit dans une fourchette comprise entre 67,287 MDT et 71,794 MDT, soit une valeur moyenne de 68,898 MDT (12,759 DT/ACTION).

Au final, les fonds propres (Equity) de la société **EURO-CYCLES** sont évalués à 60,480 MDT ce qui correspond à un prix de 11,2 DT par action de valeur nominale 1 DT, soit une décote de 12,22% sur la base des résultats de l'étude d'évaluation.

Compte tenu d'un prix d'introduction de 11,2 DT, le titre **EURO-CYCLES** se transige à 10,96x son bénéfice net de 2012 et à 2,07x son actif net comptable de 2012.

PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

Création et développement de EURO-CYCLES



Stratégie de développement

La société **EURO-CYCLES** est une société anonyme créée en 1993 par M. Patrice Garandeaou qui a été rejoint par M. Habib Esseyah en 1995, date à laquelle la société est devenue réellement opérationnelle. **EURO-CYCLES** est une société qui monte et assemble, sur ses sites implantés à la zone industrielle de Kalâa Kebira dans le gouvernorat de Sousse, des vélos et des cycles exclusivement destinés à l'export.

La société opère sur les marchés internationaux et principalement sur le marché européen avec pour principaux clients : le Royaume Uni, l'Italie, l'Espagne et la Belgique.

La stratégie de développement du groupe **EURO-CYCLES** est axée sur :

- La consolidation des parts de marché actuels et la pénétration de marchés cibles;
- Développer un avantage concurrentiel par rapport aux concurrents en mettant l'accent sur la qualité des produits, la flexibilité de la production et la rapidité des livraisons;
- Maîtriser tout le processus de production et bénéficier de sources d'économie sur l'exploitation à travers l'intégration de certaines activités en amont et en aval.

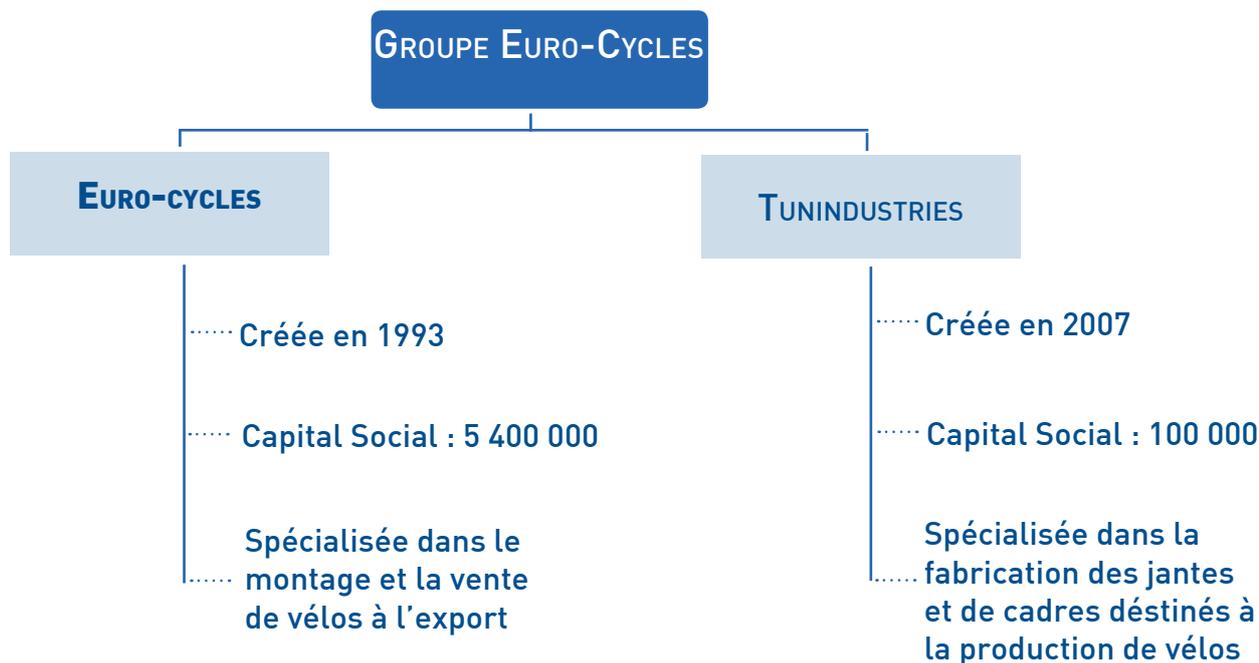
Activités d'**EURO-CYCLES**

L'activité d'**EURO-CYCLES**, est répartie principalement sur trois gammes de produits :

- Les vélos pour enfants de taille 16'' et 20''
- Les vélos de taille 24''
- Les vélos de taille 26'' et 28''

Le groupe EURO-CYCLES :

Le groupe EURO-CYCLES est constitué de deux entités :



Chiffres clés de la société

Chiffres clés (2011)		
En DT	EURO-CYCLE	TUNINDUSTRIES
Produits d'exploitation	47 326 232	6 228 309
Résultat d'exploitation	3 011 175	2 235 627
Résultat Net	4 805 013	2 169 855
Capitaux propres	8 639 032	2 382 691
Total Passifs	16 557 969	1 357 937
Dividendes à distribuer	2 500 000	2 000 000
Charges Financières Nettes	179 350	10 959
Produits de Placements	1 996 707	72 955

A fin 2011, **EURO-CYCLES** ainsi que **TUNINDUSTRIES** ont clôturé l'exercice avec des résultats d'exploitation excédentaires respectifs de 3,011 MDT et 2,235 MDT. Les produits de placement ont suivi la même tendance haussière pour s'établir à 1,996 DT et 0,072 MDT.

De ce fait, les résultats nets des deux entités du groupe **EURO-CYCLES** de l'exercice 2011 ressortent dans le vert, et ce en dépit de la conjoncture économique défavorable qu'a caractérisé cette année.

ANALYSE FINANCIÈRE

Chiffre d'affaires et marge brute

Entre 2009 et 2011, la société **EURO-CYCLES** a réalisé une croissance moyenne annuelle de 20,2% de son chiffre d'affaires, s'établissant à 47 326 mDT, in fine.

En 2010, une légère baisse du chiffre d'affaires a été enregistrée, expliquée d'une part, par la hausse des prix des matières premières, essentiellement importées de l'Europe et de l'Asie et d'autre part, à l'exposition de la société à la conjoncture économique et financière internationale, engendrant une récession mondiale du marché des cycles.

En 2011, la société a retrouvé son rythme de croissance avec des ventes en hausses de 45% par rapport à 2010, redevable à des nouvelles commandes conséquentes et à des conditions de marché internationales propices à une progression de l'activité, notamment l'ascension des prix du pétrole et la prise de conscience progressive à l'environnement.

Répartition du chiffre d'affaires entre 2009-2011, (en DT)

	2009	% CA	2010	% CA	2011	% CA
Vélo 12"	17 340	0,05%	0	0,00%	0	0,00%
Vélo 16"	802 895	2,45%	878 468	2,78%	778 008	1,64%
Vélo 20"	6 977 696	21,29%	8 158 890	25,84%	19 073 070	40,30%
Vélo 24"	1 417 720	4,33%	2 739 745	8,68%	5 575 689	11,78%
Vélo 26"	22 747 449	69,42%	18 854 225	59,70%	21 054 318	44,49%
Vélo 28"	0	0,00%	758 035	2,40%	744 291	1,57%
Produits divers	803 839	2,45%	190 353	0,60%	100 856	0,21%
Total Chiffre d'affaires (DT)	32 766 939	100%	31 579 716	100%	47 326 232	100%

La vente des vélos constitue la locomotive principale des produits d'exploitation d'**EURO-CYCLES**, représentant 99,7% de ses revenus.

Au fil du temps, la société s'est orientée vers la production des vélos d'adultes (20'', 24'' et 26''), accaparant 96.5% de sa production totale, établie à 445 885 unités en 2011.

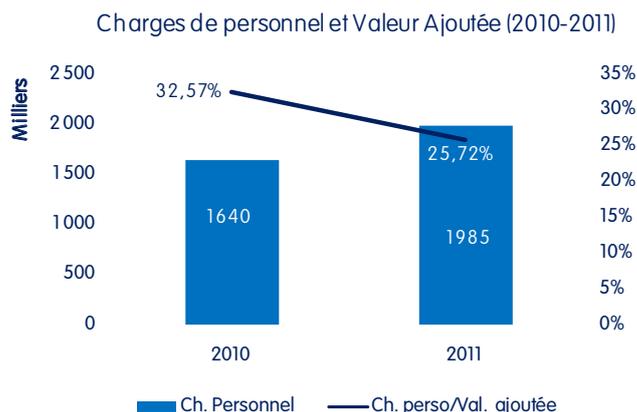
La répartition du chiffre d'affaires de la société par destination laisse présager une prépondérance des ventes destinées à l'Angleterre (60% des revenus). Le reliquat des revenus étant répartie entre l'Italie, l'Allemagne, la Grèce, la France et le Maroc.

Considérant le premier semestre de l'année 2012, la société a préservé l'ascension de son activité avec une embellie de 25.7% de son chiffre d'affaires, s'établissant à 26 180 mDT au 30/06/2012.

En dépit d'une hausse conséquente de son chiffre d'affaires entre 2010 et 2011, la marge brute de la société a enregistré une évolution timide d'environ 1% sur la même période. Ceci témoigne de la forte volatilité des prix de matières premières subie par la société depuis l'année 2010.

Ceci étant, cette volatilité a été répercutée d'après le management de la société sur les prix de vente appliqués, permettant à **EURO-CYCLES** de garder un niveau respectable de ses marges de profitabilité.

Charges de personnel et Valeur ajoutée



Au niveau des charges de personnel, une progression de 21.04% a été observée entre 2010 et 2011. Par analogie, l'effectif d'**EURO-CYCLES** est passé de 243 à 284 salariés en 2011. Cette hausse a concerné principalement la classe exécution, qui représente 83% du total des employés. Le taux d'encadrement de la société s'est affiché à 6% en 2011.

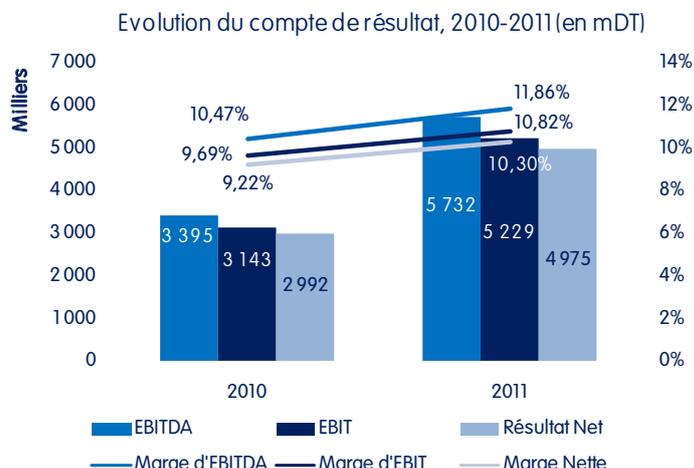
Néanmoins, cette hausse des charges de personnel a été moins proportionnelle que l'augmentation de la valeur ajoutée drainant en conséquent, le ratio rapportant le coût des ressources humaines à la valeur ajoutée à 25.7% en 2011 contre de 32.5% en 2010.

Excédent brut d'exploitation et résultat d'exploitation

La hausse notable des revenus de la société a fortement impacté le résultat d'exploitation qui s'est hissé de 66,4% entre 2010 et 2011.

La marge d'exploitation s'est portée de 9,6% à 10,8% sur la même période.

Dans cette même lignée, le résultat net d'**EURO-CYCLES** a enregistré une ascension probante de 66.3%, passant de 2 992 mDT à 4 975 mDT en 2011, élargissant, *de facto*, la marge nette à 10.3% contre 9.2% en 2010.



Endettement et rentabilité

En 2011, **EURO-CYCLES** a témoigné d'une bonne assise financière avec un niveau d'endettement net en régression considérable, passant de 2 049 mDT en 2010 à 213 mDT, in fine.

En effet, bien que les dettes financières de la société ont quasiment stagné sur ladite période, le niveau des liquidités s'est presque doublé, drainant une baisse de son endettement net. Suivant la même tendance, le gearing de la société s'est établi à 1,9% contre 25,9% une année auparavant.

En termes de rentabilité, la rentabilité économique dégagée par **EURO-CYCLES** s'élève à 183% en 2011 en raison de la forte hausse des produits d'exploitation réalisés et ce malgré les investissements entrepris entre 2010 et 2011.

Aussi, la rentabilité financière d'**EURO-CYCLES** s'est élargie à 45.6% contre 37.9% en 2010, traduisant une structure de capital efficiente de la société.

	2010	2011
ROE	37,9%	45,6%
ROA	167,2%	183,2%

Équilibre financier

	2010	2011
Fonds de roulement (FR)	4 277 042	6 574 866
Besoin de fonds de roulement (BFR)	6 208 671	6 320 158
Trésorerie nette (TN)	-1 931 629	254 708

L'évolution de la structure financière de la société témoigne de son équilibre financier en 2011. En effet, l'augmentation des fonds de roulement a largement comblé le besoin en fonds de roulement qui a quasiment stagné sur la période 2010-2011. Par conséquent, la trésorerie nette d'**EURO-CYCLES** ressort bénéficiaire à 255 mDT à fin 2011.

PERSPECTIVES DE DÉVELOPPEMENT

Axes de développement

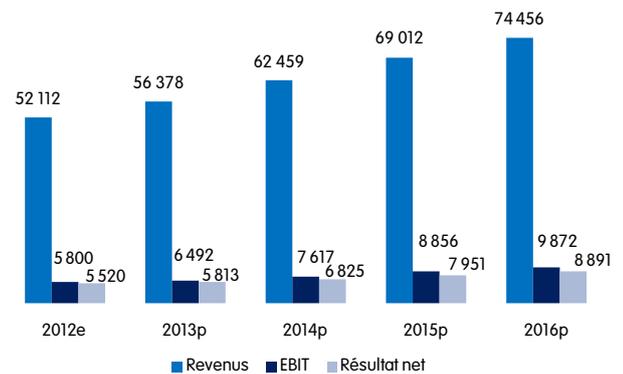
EURO-CYCLES	
<ul style="list-style-type: none"> • Maintenir une politique de centralisation et d'intégration de la production déjà adoptée et l'accompagnée d'une stratégie de différenciation par rapport à ses concurrents. • Intégration d'une nouvelle niche de marché en 2013, à laquelle elle offrira une gamme de selles personnalisées. 	
TUNINDUSTRIES	
<ul style="list-style-type: none"> • Abandon de la production des jantes 12" et la production des vélos 12" en 2012, pour cause de rentabilité réduite. • Croissance soutenue de la production des jantes 20" et 26" étant donné l'importante évolution de la demande liée aux vélos 20" et 26". • Croissance stable pour les jantes 16" et 24". • Croissance de 5.6% pour les jantes 28" destinées aux vélos mobilités. 	<ul style="list-style-type: none"> • Tirer l'avantage d'un marché internationale de cycles propice, favorisant le développement du concept «Vélo city». • Développer son activité par l'accroissement de son chiffre d'affaires.

Réalisations prévisionnelles

A l'horizon de 2016, les revenus de la société devront garder leur tendance haussière à l'instar des années précédentes. Entre 2012 et 2016, le chiffre d'affaires d'**EURO-CYCLES** connaîtra une croissance annuelle moyenne de 9.3% pour s'établir à 74 456 mDT, in fine.

Cette embellie traduira la nouvelle stratégie de développement que le management de la société escompte adopter durant les années à venir, misant sur l'intégration de nouvelles activités et l'offre des vélos à selles personnalisées couplée à une bonne maîtrise de leurs coûts d'exploitation. Ces efforts déployés auront un impact positif sur les bénéfices nets de la société, estimés à 8 891 mDT, soit un TCAM de 12.65% entre 2012 et 2016.

Réalisations prévisionnelles (2012-2016)



Investissements

Les investissements prévus par la société **EURO-CYCLES** devraient s'achever courant le second semestre de l'année 2013 avec l'entrée en exploitation de la nouvelle ligne de production de selles. Pour la réalisation de cet investissement, une enveloppe de 352 mDT a été allouée.

Résultats prévisionnels et dividendes

	2012e	2013p	2014p	2015p	2016p
Revenus	52 112 384	56 378 012	62 458 892	69 012 147	74 456 159
<i>Progression</i>	7,86%	8,19%	10,79%	10,49%	7,89%
Tx de marge brute	26,12%	26,10%	25,94%	25,79%	25,79%
EBITDA	6 345 988	7 074 693	8 168 441	9 353 993	10 325 233
<i>Progression</i>	10,72%	11,48%	15,46%	14,51%	10,38%
Tx de marge d'EBITDA	12,18%	12,55%	13,08%	13,55%	13,87%
EBIT	5 800 475	6 492 023	7 616 788	8 855 702	9 871 987
<i>Progression</i>	10,93%	11,92%	17,33%	16,27%	11,48%
Tx de marge d'EBIT	11,13%	11,52%	12,19%	12,83%	13,26%
Résultat Net	5 520 498	5 812 662	6 825 139	7 950 912	8 890 774
<i>Progression</i>	10,96%	5,29%	17,42%	16,49%	11,82%
Tx de marge nette	10,59%	10,31%	10,93%	11,52%	11,94%
Dividendes	2 593 279	2 625 298	3 010 361	3 455 706	3 802 672
<i>Progression</i>	3,73%	1,23%	14,67%	14,79%	10,04%
Pay-Out	46,98%	45,17%	44,11%	43,46%	42,77%

RECOMMANDATION

Grâce à sa nouvelle orientation stratégique vers des produits à forte valeur ajoutée et l'intégration de plusieurs activités en amont et en aval dans son processus de production, **EURO-CYCLES** compte profiter pleinement de l'essor du marché international des cycles durant les prochaines années. Dans ce sillage, et augurant des perspectives de croissance prometteuses, le business plan présenté table sur la réalisation d'un chiffre d'affaires et d'un bénéfice net de 74 456 mDT et 3 803 mDT à l'horizon de 2016, soit un potentiel de croissance annuelle moyenne de 9.3% et 12.6%, respectivement.

Sur la base d'un prix d'introduction de 11,2 DT, le titre **EURO-CYCLES** présente une valorisation attrayante se transigeant à 10.96x et 8,86x ses bénéfices estimés de 2012 et 2014, respectivement. Aussi, la société offre à ses actionnaires une politique généreuse de distribution de dividendes, présentant un Pay-Out estimé à 46.98% en 2012 et 44.11% en 2014.

Compte tenu des perspectives prometteuses d'**EURO-CYCLES**, de la valorisation attrayante de son titre et de la politique généreuse de dividendes projetée, notre recommandation quant à la souscription à l'OPF de la société **EURO-CYCLES** s'inscrit dans une optique de placement à long terme.



MAXULA BOURSE

.Intermédiaire en bourse.

Département
Recherches & Analyses



MAXULA BOURSE

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez
Les Berges du Lac 1053

Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292

Fax: (+216) 71 960 565

maxulabourse@topnet.tn

www.maxulabourse.com.tn