

**Informations boursières :**

Secteur: Biens de consommation  
 Prix: 11,200 dinars  
 Valeur Nominal: 1 dinar  
 Nombre d'actions offertes: 1 620 000 actions  
 Montant de l'offre : 18 144 000 dinars  
 Jouissance des actions: 1<sup>er</sup> janvier 2013  
 Période de souscription: 20 mai au 7 juin 2013 inclus  
 Capitalisation boursière après introduction : 60 480 000 dinars.

**Actionnariat :**

Actionnaires	% du capital	
	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 Hajer	0,17%	0,12%
OPF	–	16,80%
Placement garanti	–	13,20%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

\*Un pacte a été signé entre ces actionnaires.

**Ratios Boursiers :**

	2012e	2013p
P/E	11,0x	10,4x
P/BV	4,9x	3,9x
Div yield	4,29%	4,34%
VE/CA	1,1x	1,0x
VE/EBITDA	9,4x	8,1x
VE/EBIT	10,3x	8,8x

**Données financières :**

	2012e	2013p
BPA	1,022	1,076
DPA	0,480	0,486
ROE	44,4%	37,4%
ROA	19,9%	18,7%
Gearing	-6,3%	-20,1%

**Points Forts / Opportunités:**

- L'intégration de la production des jantes, des cadres et des selles dans le processus de production génèrent une amélioration des prix de revient (gains en terme de marges) ;
- Un positionnement intéressant visant la qualité des produits, le respect méticuleux des normes de sécurité et des délais de livraison rapide ;
- La proximité géographique de la Tunisie des principaux clients (marché européen).

**Points Faibles / Menaces :**

- Un prix de vente élevé résultant de l'importation des coûts des matières premières et des composantes ;
- Concurrence des produits chinois bénéficiant de subventions institutionnelles et de privilèges de la part du gouvernement chinois ;
- Dépendance vis à vis de l'évolution du marché mondial essentiellement le marché européen des deux roues.

**Objectif de l'introduction en Bourse :**

- Diversifier les sources de financement de la société ;
- Accroître la notoriété de la société auprès du public et de mieux la faire connaître aux investisseurs locaux et étrangers ;
- Assurer la pérennité de la société.

**Caractéristiques de l'opération :**

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 dinar chacune, représentant 30% du capital.

L'émission se fera par le moyen de :

- **Une Offre à Prix Ferme** de 907 200 actions représentant 56% du capital à émettre, réparties en 3 catégories :

Catégories	Nombre d'actions	% de l'OPF	Montant (en dinars)	% du capital
<b>Catégorie A :</b> Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères désirant acquérir au min 10 actions et au max 500 actions.	194 400	21,43%	2 177 280	3,60%
<b>Catégorie B :</b> Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères désirant acquérir au min 501 actions et au max 27 000 actions pour les non institutionnels et un max de 270 000 actions pour les institutionnels.	356 400	39,28%	3 991 680	6,60%
<b>Catégorie C :</b> OPCVM tunisiens désirant acquérir au min 500 actions et au max 270 000 actions.	356 400	39,29%	3 991 680	6,60%
<b>Total</b>	<b>907 200</b>	<b>100,00%</b>	<b>10 160 640</b>	<b>16,80%</b>

L'ordre d'achat doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être inférieur à 10 actions ni supérieur à :

- 270 000 actions, soit 5% du capital social pour les institutionnels;
- 27 000 actions, soit 0,5% du capital social pour les non institutionnels.

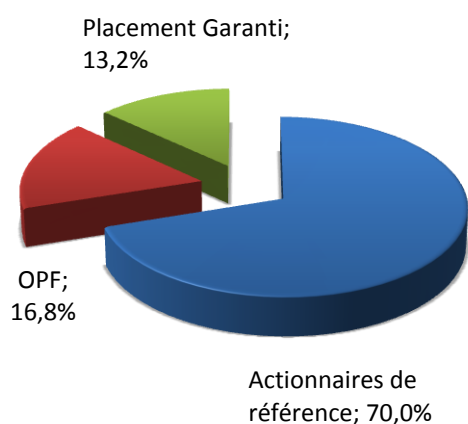
Le mode de satisfaction des demandes de souscription se fera de la manière suivante :

**Pour la catégorie A:** Les ordres d'achat seront satisfaits également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie. Les paliers de satisfaction seront fixés par la commission de dépouillement.

**Pour la catégorie B et C:** Les ordres d'achat seront satisfaits au prorata sur la base d'un taux d'allocation, déterminé par le rapport quantité offerte / quantité demandée et retenue. Le reliquat non servi sera réparti par la commission de dépouillement.

Par ailleurs, les ordres d'achat pour les OPCVM ne doivent pas porter sur plus de 10% des actifs nets, ayant servi pour le calcul de la dernière valeur liquidative publiée, précédant la date de l'ordre d'achat.

En cas d'excédent de titres offerts non demandés par une catégorie, le reliquat sera affecté en priorité à la catégorie A puis B.



- **Un Placement Garanti** auprès d'investisseurs étrangers et locaux avertis agissant pour compte propre de 712 800 actions représentant 44,00% du total des actions à céder, soit 7 983 360 dinars, centralisé auprès d'Amen Invest – intermédiaire en Bourse. Le Placement Garanti sera réalisé aux mêmes conditions de prix que l'Offre à Prix Ferme. Les donneurs d'ordre dans le cadre de ce placement s'engagent à ne pas céder 75% de leurs titres en Bourse pendant une période d'une année à partir de la date de première cotation en Bourse.

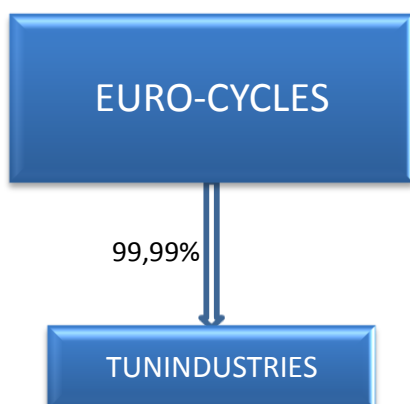
L'ordre d'achat doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être supérieur à 27 000 actions pour les non institutionnels (soit au plus 0,5% du capital social), ni supérieur à 270 000 actions pour les institutionnels (soit au plus 5% du capital social).

Les investisseurs dans le cadre du placement garanti n'auront pas le droit de donner des ordres dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme et inversement.

Toutefois, les titres non acquis dans le cadre du placement garanti pourraient être affectés à la catégorie B, puis A, puis C de l'Offre à Prix Ferme.

**Contrat de liquidité :** Les initiateurs de l'offre se sont engagés à consacrer 1 000 001 dinars et 89 287 actions pour alimenter un contrat de liquidité qui aura une durée d'une année à partir de la date d'introduction en bourse des actions EURO-CYCLES. Ce contrat a été confié à l'intermédiaire en Bourse introducteur Amen Invest.

**Pacte d'actionnaires :** il a été signé le 25 mars 2013 et prend effet à compter de l'introduction de la société à la Bourse, et restera en vigueur pendant une durée de trois ans, qui sera renouvelée par tacite reconduction par période de trois ans. Les signataires du pacte s'interdisent de transmettre directement ou indirectement, à des tiers non signataires du pacte, tout ou partie des titres de la société dont ils sont ou seront propriétaires à partir du premier jour de cotation du titre sur le marché, sans les offrir au préalable aux autres signataires, dans les conditions telles que définies dans le pacte d'actionnaires.



### Présentation de la société :

La société EURO-CYCLES est une entreprise de montage et d'assemblage de vélos implantée à la zone industrielle de Kalâa Kébira dans le gouvernorat de Sousse. EURO-CYCLES a été créée en 1993 par Mr. Essayeh Habib et Mr. Patrice Garandau sous forme d'une société à responsabilité limitée.

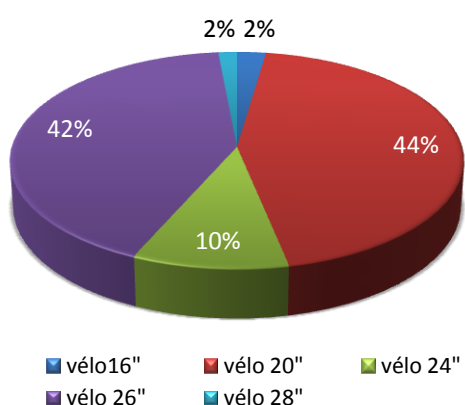
En 1997, la société EURO-CYCLES s'est transformée en une société anonyme avec la participation des capitaux tunisiens et étrangers (français, italiens et américains).

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.

Le groupe EURO-CYCLES est composé de deux sociétés totalement exportatrices :

- ✓ EURO-CYCLES : créée en 1993, elle a pour activité l'assemblage et la vente de vélos tout terrain à l'export. En 2011, la société EURO-CYCLES a réalisé un chiffre d'affaires de 47 306 mDT et un bénéfice net de 4 805 mDT et a distribué un dividende de 2 500 mDT à ces actionnaires.
- ✓ TUNINDUSTRIES : Filiale d'EURO-CYCLES, créée en 2007, elle a pour principale activité la fabrication de jantes et de cadres destinées à la production de vélos. En 2011, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 6 228 mDT dont 84% à EURO-CYCLES et 16% à Denver. EN 2011, le bénéfice net a atteint 2 170 mDT et un dividende de 2 500 mDT a été distribué à la société mère.

**Production de vélo en 2011**

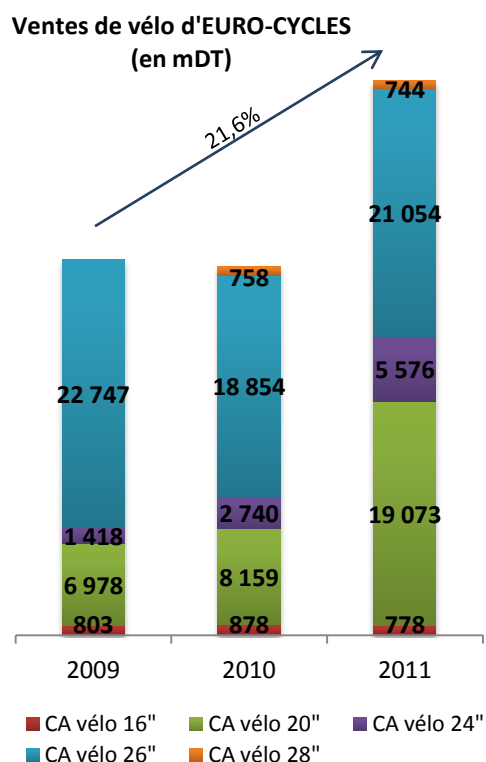


### Activité de la société :

L'activité d'EURO-CYCLES peut-être répartie en deux principales catégories de produits. Les vélos pour enfants de taille 12", 16", 20" et 24" et les vélos pour adulte 26" et 28". A l'instar de la tendance mondiale, EURO-CYCLES consacre l'essentiel de sa production aux vélos de 20" et 26" soit respectivement aux alentours de 44 % et 42% des unités produites en 2011.

La majorité de la production annuelle d'EURO-CYCLES est destinée à l'Union Européenne principalement au marché Anglais, troisième pays consommateur de vélos par habitant, et qui représente 60% du chiffre d'affaires de la société. Le reste de la production est écoulé sur les marchés Italien, Allemand, Grecque, Français et Marocain. Les principaux concurrents de la société sont les fabricants asiatiques qui bénéficient de plusieurs subventions financières leur garantissant une marge bénéficiaire confortable.

Pour faire face à cette concurrence et garder un bon niveau de marges. La société EURO-CYCLES a adopté une nouvelle stratégie visant à une intégration verticale de la chaîne de production afin de réaliser des économies d'échelle en intégrant dans sa structure les filières de production. Ainsi, la société TUNINDUSTRIES, filiale de la société EURO-CYCLES, assure désormais la fabrication des jantes et la soudure des cadres. En outre, une unité de production des selles est prévue pour le second semestre 2013 au niveau de la société EURO-CYCLES.



### Analyse financière de la société :

Le chiffre d'affaires de la société EURO-CYCLES a affiché un taux de croissance annuel moyen de 20,6% passant de 32 767 mDT en 2009 à 47 326 mDT en 2011. Cette performance est essentiellement attribuable au développement du « vélo city » dans la plus part des capitales des pays de l'Union Européenne, d'une part et au transfert des commandes d'un client de la société suite aux problèmes en Thaïlande vers EURO-CYCLES en 2011, d'autre part.

En 2011, les ventes de vélo 26" ont atteint 21 054 mDT contre 22 747 mDT en 2009, soit une baisse moyenne sur les 3 dernières années de -3,8%. Toutefois, les ventes de vélo 26" occupent toujours une place prépondérante dans le chiffre d'affaires de la société à 44,5% en 2011. Par ailleurs, les ventes de vélo 20" représentent aux alentours de 40% du chiffre d'affaires de la société en 2011 et ont atteint 19 073 mDT contre 6 978 mDT en 2009, soit quasiment le triple en seulement 3 ans. Ce qui témoigne de la forte demande pour ce type de produit.

Le chiffre d'affaires consolidé du groupe EURO-CYCLES a bondi de 49% en 2011 à 48 316 mDT contre 32 438 mDT en 2010. La marge brute s'établit à 12 713 mDT en 2011, soit un taux de marge brute de 26,3% contre 25,4% en 2010 qui s'explique par la hausse de la productivité de la société. L'Excédent Brute d'Exploitation a fortement progressé de 2 337 mDT à 5 732 mDT en 2011 et ce suite à la forte progression de l'activité de la société d'une part couplée à une bonne maîtrise des charges de personnel (représentant 4,1% du chiffre d'affaires consolidé en 2011)

Le groupe EURO-CYCLES a affiché un résultat d'exploitation de 5 229 mDT en 2011 contre 3 143 mDT en 2010, soit une augmentation de 2 086 mDT. Quant au résultat net part du groupe, il a atteint 4 975 mDT en 2011, soit une hausse de 66,3% par rapport à 2010.

La structure financière du groupe EURO-CYCLES est caractérisée par un faible niveau d'endettement avec une dette nette de 213 mDT en 2011, le groupe affiche un gearing de 2,0%.

A la fin de l'année 2012, l'activité de la société EURO-CYCLES s'est caractérisée par une légère progression du chiffre d'affaires de 2,5% par rapport à l'année 2011 à 48 521 mDT, soit un taux de réalisation de 95,1% de ce qui a été prévu dans le business plan de la société. Cette baisse est imputable à la baisse de la production de 10% à 401 399 unités de vélo produites contre 445 885 unités en 2011 et 467 086 unités prévues pour 2012.

(en mDT)	2011	2012	Var.
Chiffre d'affaires	47 326	48 521	2,5%
Production (en unités)	445 885	401 399	-10,0%

## **Stratégie de développement :**

La stratégie de développement du groupe EURO-CYCLES s'articule autour des axes suivants :

- La consolidation des parts de marché actuels et la pénétration de marchés cibles ;
- L'Adoption d'une stratégie de différenciation, par rapport aux concurrents, en mettant en avant la qualité des produits, la flexibilité de la production et la rapidité des livraisons ;
- L'Intégration de certaines activités en amont et en aval afin de maîtriser tout le processus de production et bénéficier de sources d'économie sur l'exploitation.

## **Les investissements futurs :**

Le plan d'investissement que la société EURO-CYCLES compte réaliser, sur la période 2012-2016, afin d'accompagner sa stratégie de développement, totalise 1 427 mDT, dont 1 074 mDT investi en 2012 dans l'acquisition de matériel industriel, de production immobilisée et de constructions. Le reste des investissements seront réalisés en 2013 et porteront sur l'intégration de la production des selles. Cette nouvelle intégration devrait permettre à la société de développer un produit attractif pour les clients actuels et potentiels d'Euro-cycles.

## **Les hypothèses retenues par la société EURO-CYCLES pour élaborer son business plan :**

- ✓ La société EURO-CYCLES compte atteindre à l'horizon 2016 un chiffre d'affaires consolidé de 74 456 mDT contre 48 316 mDT en 2011, soit un taux de croissance annuel moyen de 9,0%. Pour se faire, la société mise sur une croissance soutenue des modèles 20" et 26" aux alentours de 5% pour les années 2012 et 2013 et une augmentation des ventes de 8% pour les années 2014 et 2015. Pour les modèles 16" et 24" un taux de croissance stable de l'ordre de 3% par an a été retenu. En outre, pour le modèle 28" vélo de transport, qui est un produit propice aux tendances de marché avec le développement du vélo comme mode de transport. La croissance attendue pour ce modèle est en moyenne de 5% sur les cinq prochaines années.
- ✓ Le management prévoit de maintenir un taux de marge brute consolidé aux alentours de 26% sur la période prévisionnelle. En effet, la fluctuation des cours de devises n'a pas d'impact sur les marges du groupe étant donné qu'elle est automatiquement intégrée dans les prix de vente.
- ✓ L'excédent brut d'exploitation devrait passer de 5 732 mDT en 2011 à 10 325 mDT en 2016, soit un taux de croissance annuel moyen de 12,5% sur la période du Business Plan.
- ✓ Le résultat d'exploitation devrait atteindre 9 872 mDT en 2016 contre 5 229 mDT en 2011, soit un taux de croissance annuel moyen de 13,6%
- ✓ Le résultat net part du groupe en 2012 devrait s'établir à 5 520 mDT pour atteindre 8 891 mDT en 2016, enregistrant ainsi un taux de croissance annuel moyen de 12,3% sur la période prévisionnelle ;
- ✓ La société EURO-CYLES compte maintenir un taux de distribution des dividendes de 50% des bénéfices nets sur la durée du Business Plan.

## Business Plan :

<i>en mDT</i>	2010	2011	2012e	2013p	2014p	2015p	2016p	TCAM 2011-2016
<b>Chiffre d'affaires consolidé</b>	<b>32 438</b>	<b>48 316</b>	<b>52 112</b>	<b>56 378</b>	<b>62 459</b>	<b>69 012</b>	<b>74 456</b>	<b>9,0%</b>
<i>Variation</i>		49,0%	7,9%	8,2%	10,8%	10,5%	7,9%	
Achats consommés	24 209	35 603	38 498	41 663	46 255	51 212	55 253	9,2%
<b>Marge Brute</b>	<b>8 229</b>	<b>12 713</b>	<b>13 614</b>	<b>14 715</b>	<b>16 203</b>	<b>17 801</b>	<b>19 203</b>	<b>8,6%</b>
<i>Taux de marge brute</i>	25,4%	26,3%	26,1%	26,1%	25,9%	25,8%	25,8%	
Charges de personnel	1 640	1 985	2 062	2 160	2 263	2 371	2 484	4,6%
<i>Charges de personnel/C.A</i>	5,1%	4,1%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%	3,3%	
Autres charges d'exploitation	3 194	4 997	5 206	5 481	5 772	6 076	6 394	5,1%
<b>EBITDA</b>	<b>3 395</b>	<b>5 732</b>	<b>6 346</b>	<b>7 075</b>	<b>8 168</b>	<b>9 354</b>	<b>10 325</b>	<b>12,5%</b>
<i>Marge d'EBITDA</i>	10,5%	11,9%	12,2%	12,5%	13,1%	13,6%	13,9%	
Dotation aux amortissements et provisions	252	503	546	583	552	498	453	-2,0%
<b>EBIT</b>	<b>3 143</b>	<b>5 229</b>	<b>5 800</b>	<b>6 492</b>	<b>7 617</b>	<b>8 856</b>	<b>9 872</b>	<b>13,6%</b>
<i>Marge opérationnelle</i>	9,7%	10,8%	11,1%	11,5%	12,2%	12,8%	13,3%	
Charges financières nettes	277	317	218	250	271	280	272	-3,0%
Produits des placements	231	90	0	0	0	0	0	
+/- Autres gains ordinaires	0	-24	-60	-65	-71	-76	-83	28,7%
<b>Résultat des activités ordinaires avant impôt</b>	<b>3 097</b>	<b>4 979</b>	<b>5 523</b>	<b>6 177</b>	<b>7 275</b>	<b>8 500</b>	<b>9 517</b>	<b>13,8%</b>
Impôt sur les bénéfices	0	0	0	361	447	546	623	
<b>Résultat net</b>	<b>3 097</b>	<b>4 979</b>	<b>5 523</b>	<b>5 815</b>	<b>6 828</b>	<b>7 954</b>	<b>8 894</b>	<b>12,3%</b>
<i>Marge nette</i>	9,5%	10,3%	10,6%	10,3%	10,9%	11,5%	11,9%	
Eléments extraordinaires	-104	-1	0	0	0	0	0	
Intérêts Minoritaires	1,8	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	3,3	8,7%
<b>Résultat net de l'exercice part du groupe</b>	<b>2 992</b>	<b>4 975</b>	<b>5 520</b>	<b>5 813</b>	<b>6 825</b>	<b>7 951</b>	<b>8 891</b>	<b>12,3%</b>

## Structure financière

	2010	2011	2012e	2013p	2014p	2015p	2016p
Actifs immobilisés	3 728	4 797	4 936	4 706	4 154	3 656	3 203
BFR	6 209	6 320	8 132	9 014	10 006	11 049	11 913
<b>Emplois</b>	<b>9 937</b>	<b>11 117</b>	<b>13 068</b>	<b>13 719</b>	<b>14 160</b>	<b>14 705</b>	<b>15 116</b>
Capitaux propres part du groupe	7 886	10 902	13 942	17 161	21 361	26 302	31 737
Intérêts minoritaires	2,2	2,4	2,7	3,3	4,1	5,1	6,4
Dettes nettes	2 049	213	-877	-3 445	-7 205	-11 602	-16 628
<b>Ressources</b>	<b>9 937</b>	<b>11 117</b>	<b>13 068</b>	<b>13 719</b>	<b>14 160</b>	<b>14 705</b>	<b>15 116</b>

## Valorisation :

L'évaluation du groupe EURO-CYCLES a été effectuée sur la base d'un business plan de la période allant de 2012 à 2016 selon les trois méthodes suivantes, jugées les plus pertinentes par l'évaluateur :

- La méthode des Discounted Cash Flow (DCF) ;
- La méthode de l'Economic Value Added (EVA) ;
- La méthode Bates.

Le taux d'actualisation retenu calculé par le recours à l'approche du C.M.P.C (Coût Moyen Pondéré du Capital) selon les hypothèses suivantes :  $\beta_{\text{endetté}}=1,02$  ; taux sans risque de 6,23% et une prime de risque marché de 5,50%, soit un coût du capital de 11,82%. Le coût de la dette se situe aux alentours de 5,50% et le taux d'impôt effectif à 10%. Ainsi, le C.M.P.C est égale au coût du capital soit 11,69%. En outre un taux de croissance à l'infini de 1,0% a été retenu.

Pour la méthode BATES, l'évaluateur a retenu les éléments suivants :

- Taux de croissance des bénéfices (2011-2016p) de 12,31% ;
- PER de sortie de 9,50x ;
- Payout de 50%.

Méthode	Valeur des fonds propres calculée par l'évaluateur en mDT	Prix de l'action calculée par l'évaluateur en DT
Méthode des DCF	67 287	12,461
Méthode EVA	71 795	13,295
Méthode Bates	67 613	12,521
<b>Moyenne</b>	<b>68 898</b>	<b>12,759</b>
Décote		-12,22%
<b>Prix offert</b>		<b>11,200</b>

Le prix proposé est de 11,200 dinars, soit une décote de 12,22% par rapport à la moyenne des méthodes retenues. Ce prix correspond à une valorisation du groupe EURO-CYCLES de 60 480 mDT.

## Recommandation :

Evoluant dans un marché international à fort potentiel de croissance, la société EURO-CYCLES jouit d'une position géographique stratégique par rapport à ses principaux concurrents asiatiques, à deux heures de vol de la plupart des villes européennes. Elle offre une large gamme de produits répondant au mieux aux demandes de sa clientèle de plus en plus exigeante en terme de désigne et d'innovation. Par ailleurs, EURO-CYCLES affiche une situation financière très saine avec des fondamentaux très solides et une rentabilité financière excellente.

Avec un prix d'introduction de 11,200 dinars, le titre affiche un P/E de 10,4x les bénéfices estimés de 2013, la société se valorise à des niveaux très attractifs par rapport au marché 12,8x. Il offre aussi un rendement en dividende attractif de 4,34% au titre de l'exercice 2013. Nous recommandons de souscrire à l'OPF.

## Lexique

Terme	Désignation	Numérateur	Dénominateur
CA	Chiffre d'affaires	Chiffre d'affaires	
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization	EBIT + dotations aux amortissements et aux provisions	
EBIT	Earnings before Interest and Taxes	Résultat d'exploitation	
ETE	Excédent de Trésorerie d'Exploitation	EBITDA - Variation du BFR	
CP	Total capitaux propres	Total capitaux propres	
	Dettes nettes	Dettes financières LT + dettes financières CT - disponibilités - placements financiers	
	Taux de Marge brute	Marge brute	CA
	Taux de Marge d'EBITDA	EBITDA	CA
	Taux de Marge opérationnelle	EBIT	CA
	Taux de Marge nette	Résultat net	CA
ROE	Return on equity	Résultat net	Total capitaux propres
ROA	Return on assets	Résultat net	Total Actifs
Gearing	Gearing	Dettes financières nettes	Total capitaux propres
BPA	Bénéfice par action	Résultat net	Nombre d'actions
DPA	Dividende par action	Bénéfice distribué aux actionnaires	Nombre d'actions
VE	Valeur de l'entreprise	Capitalisation Boursière + dettes financières nettes - immobilisations financière + Intérêts minoritaires	
VE/CA		VE	CA
VE/EBITDA		VE	EBITDA
VE/EBIT		VE	EBIT
P/E	Price Earning ratio	Capitalisation Boursière	Résultat net