



**MAXULA BOURSE**

*.Intermédiaire en bourse.*

Département  
Recherches & Analyses

Introduction  
en bourse  
les AMS

**SOUSCRIRE**



**Les AMS ouvrent  
les vannes du  
financement...  
pour se remettre  
à flot.**

Mai 2012

**MAXULA BOURSE**

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

Tel: (+216 71) 960 530 / 71 963 116

[www.maxulabourse.com.tn](http://www.maxulabourse.com.tn)  
[research@maxulabourse.com.tn](mailto:research@maxulabourse.com.tn)

## Secteur : Industrie Mécanique

## Offre Publique à Prix Ferme

Prix d'Introduction	10 DT
Période de souscription	Du 30/04/2012 Au 11/05/2012 inclus
Montant de l'opération	10 000 000 dinars
Nombre de titres offerts	1 000 000 actions nouvelles
Flottant	28,88%
Jouissance des actions	1 <sup>er</sup> Janvier 2012

### Points Forts / Opportunités

- Conglomérat industriel aux activités multiples,
- Grâce à une expérience cumulée de plus de 40 ans, les "AMS" jouit d'une très bonne réputation et bénéficie de la confiance et la fidélité de ses clients,
- Position de Leader sur le marché de la robinetterie,
- Extension à l'international, développer les exportations dans les pays voisins (Libye, Algérie)
- Profiter de partenariats noués avec des sociétés renommées (RAF, BEARD),
- La réduction de la contrefaçon et la limitation du marché parallèle.

### Points Faibles / Menaces

- Structure financière déséquilibrée matérialisée par un endettement assez élevé,
- Une charge de personnel assez élevée (sureffectif),
- Des équipements vieillissants,
- Croissance du BFR deux fois celle du CA,
- Secteur soumis à une forte concurrence et des prix plus chers que la concurrence,
- Une rentabilité dépendante des prix des matières premières importés,
- Risque de change.

### Investments Highlights

- ✓ Appartenance à un Groupe diversifié et affilié qui a pour vocation l'investissement stratégique dans divers secteurs d'activité ;
- ✓ Désirant contrôler davantage son canal aval et visant à diversifier ses lignes métiers, la société "les AMS" a conclu des partenariats et a procédé à des prises de participation importantes dans des activités parallèles ;
- ✓ Leader national sur le marché de la robinetterie avec une part de marché de 60% ;
- ✓ La société "AMS" s'est engagée un vaste programme de restructuration du personnel afin de réduire son effectif ;
- ✓ Une amélioration sensible de la santé financière, marquée par un redressement des marges et de la trésorerie ;
- ✓ Une stratégie de développement ambitieuse basée sur l'optimisation des coûts et une politique de désendettement, la société table sur un bénéfice net de 4,5MDT à l'horizon 2016 ;
- ✓ Sur la période 2012-2016, la compagnie ne compte pas distribuer de dividende.

**Recommandation :** La compagnie occupe une position de leader sur le marché de la robinetterie grâce à la variété de sa gamme de produits. La société les AMS devrait atteindre les objectifs de son plan stratégique grâce notamment à son expertise dans son domaine d'activité, à ses partenariats conclus et à son adossement au Groupe Loukil. Le prix d'introduction de 10DT, retenu par les évaluateurs, représente 28 fois bénéfice prévisionnel de 2012 contre un PER sectoriel 2011 de 27x. Nous recommandons de souscrire à l'offre publique ferme de la société les AMS.

### Les principaux indicateurs des AMS :

En mDT	Revenus	EBIT	RN	Dettes Nettes	ROE	ROA	BPA	PER	PBK	DIV YIELD	VE/CA	VE/EBITDA
2013 P	44 663	4 535	2 810	20 202	16,10%	5,68%	0,81	12,32	1,97	-	1,23	6,97
2012 P	37 091	3 291	1 224	22 903	8,30%	2,48%	0,35	28,27	2,35	-	1,55	8,95
2011	25 219	3 315	362	23 799	10,50%	0,80%	0,15	67,92	7,12	-	1,89	7,99
2010	23 793	2 582	178	25 629	5,80%	0,50%	0,07	138,11	7,95	-	2,11	10,34
2009	20 105	389	-1 598	17 809	N.S	N.S	N.S	N.S	8,35	-	2,11	20,68
2008	21 892	437	-1 539	12 030	N.S	N.S	N.S	N.S	12,16	-	1,4	18,15

## Caractéristiques de l'opération :

L'introduction de la société «AMS» au marché alternatif de la cote de la Bourse se fera par la mise sur le marché dans le cadre d'une augmentation de capital par voie de souscription publique de 1 000 000 actions nouvelles d'une valeur nominale de 5 dinars chacune représentant 28,89% du capital après la réalisation de ladite augmentation.

L'émission se fera par le moyen de :

OPF : Elle porte sur 600 000 actions, soit l'équivalent de 60% des actions à émettre (17,3% du capital après augmentation)

Placement Garanti : Elle porte sur 400 000 actions, soit l'équivalent de 40% des actions à émettre (11,6% du capital après augmentation), réservée à des institutionnels étrangers et/ou Tunisien et à des personnes physiques et morales étrangères.

Catégories	Nombre d'actions	Montant en DT	Répartition en % du capital social après l'opération	Répartition en % de l'OPF
<b>Catégorie A:</b> Demandes réservées aux anciens actionnaires désirant acquérir au minimum 50 actions et au maximum 17 308 actions pour les non institutionnels, et 100 000 actions pour les institutionnels et sous la condition que la participation (actions anciennes et actions nouvelles) soit au plus égale à 0,5% du capital (17 308) pour les non institutionnel et 5% du capital (173 084 actions) pour les institutionnel.	100 000	1 000 000	2,89%	16,67%
<b>Catégorie B:</b> Demandes réservées au personnel du groupe LOUKIL désirant acquérir au minimum 50 actions et au maximum 17 308 actions.	50 000	500 000	1,44%	8,33%
<b>Catégorie C:</b> Demandes réservées aux personnes physique et/ou morales tunisiennes autres que les OPCVM désirant d'acquérir au minimum 50 actions et au maximum 17 308 actions pour les non institutionnels, et 173 084 actions pour les institutionnels.	300 000	3 000 000	8,67%	50,00%
<b>Catégorie D:</b> Demandes réservées aux OPCVM sollicitant au minimum 50 actions et au maximum 150 000 actions.	150 000	1 500 000	4,33%	25,00%
<b>Total</b>	<b>600 000</b>	<b>6 000 000</b>	<b>17,33%</b>	<b>100%</b>

## Motivation de son introduction en Bourse :

L'introduction en bourse des AMS s'inscrit dans la continuité du processus de développement et de modernisation entrepris par la société depuis son rachat par le groupe Loukil. Les objectifs recherchés par le management des AMS, à travers la présente opération d'introduction en bourse, sont les suivants :

- ✓ Assainissement de sa structure financière par le remboursement des crédits onéreux et s'offrir en conséquence une situation de liquidité confortable.
- ✓ Acquisition d'une participation de 40% dans le capital d'une entreprise égyptienne spécialisée dans la production des articles de ménages sous la marque BEARD.
- ✓ Consolidation de ses fonds propres.

## Présentation de la société les AMS

Créée en Octobre 1962, sur initiative de la Société Tunisienne de Banque, et privatisée en janvier 2008 par l'important groupe tunisien LOUKIL, la société « Les AMS » est le premier complexe d'industries mécaniques spécialisé dans la fabrication d'articles de ménage en inox 18/10 (couverts de table, palataux...) et de robinetterie (sanitaire et de bâtiment). Outre la société mère, «les AMS» se dote de deux filiales à savoir, les "AMS Trading" dont l'objet est la vente en détail de tous articles de robinetterie et de ménage et "les AMS Europe", installée en France et dont l'objet consiste en la commercialisation des produits AMS à l'international.

Au fil des années, la Société a adopté une politique commerciale basée sur une sélection des clients motivés: Un réseau fiable et fidèle de distributeurs.

Depuis juillet 2009, la société "les AMS" a obtenu la certification ISO 9001 : 2008. Courant 2011, la société a fait l'objet d'un audit de suivi qui s'est clôturé par une décision de maintien de la certification.

Grâce à une expérience cumulée de plus de 40 ans et une politique d'expansion soutenue, la compagnie les AMS jouit d'une très bonne réputation et bénéficie de la confiance et la fidélité de ses clients. De ce fait, elle occupe, aujourd'hui, une place de choix sur le marché tunisien et exporte non seulement vers des pays d'Europe dont l'Allemagne, la France, l'Italie mais aussi vers le Maroc, la Libye et les pays d'Afrique de l'Ouest.

La société "les AMS" dispose d'une gamme de produits diversifiée répondant aussi bien aux besoins du marché tunisien qu'au marché à l'export. Cette gamme comporte d'une part, la robinetterie qui contribue à hauteur de 70% de son chiffre d'affaires et connaît un développement grâce à des partenariats conclus notamment, avec la société italienne RAF. D'autre part, les articles de ménages, une gamme qui couvre les secteurs de l'hôtellerie, restauration, l'industrie et les particuliers. A cet effet, et toujours à la recherche de nouveaux métiers, la société a conclu en 2010 un partenariat avec la société Franco-Suisse BEARD, spécialisée dans la fabrication des couverts de table argentés. A cela s'ajoute les produits accessoires qui portent essentiellement sur les robinets des bouteilles à gaz et les compteurs d'eau qui sont homologués par la SONEDE.

Appuyée par son actionnaire de référence le groupe Loukil, les AMS passent aujourd'hui à un autre niveau de croissance en ouvrant son capital au public.

### AMS... Leadeur grâce au Luxe

La société "les AMS" opère dans un secteur fortement concurrentiel. Les principaux concurrents industriels Tunisiens des AMS sont :

- ✓ SOPAL Sfax : Mélangeurs, Mitigeurs, Accessoires de Robinetteries
- ✓ SOTEM Soliman: Mélangeurs, Mitigeurs
- ✓ IDEAL DESIGN: Robinet et Accessoires

Structure de capital	Avant OPS	Après OPS
Groupe Loukil	64,40%	45,80%
Institutionnels	21,44%	15,25%
Autres actionnaires	14,10%	10,03%
Actions gratuites provenant de droits rompus	0,06%	0,04%
Public	0%	28,89%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Détenant une part de marché de 60%, la société "les AMS" occupe la position de leader sur le marché de la robinetterie. Au niveau des prix, "les AMS" offre des produits avec des prix supérieurs à la moyenne du marché de 10% et de 50% par rapport aux produits asiatiques.

Bien qu'ils jouissent d'une bonne réputation sur le marché des robinetteries, les produits de la société "les AMS" sont fortement concurrencés par les modèles développés par la Sopal, qui a pu, durant la phase de privatisation des AMS durant les années 2006 et 2007, la devancer en modernisant son outil industriel et en développant sa gamme produits. D'un autre côté, la société subit la concurrence du marché parallèle qui représente selon ses estimations 30% des ventes du marché. A cet égard, la société prévoit une maîtrise des produits de contrefaçons présents sur le marché grâce à une meilleure application de la réglementation en vigueur régissant la lutte contre les marchés parallèles surtout après la révolution du 14 janvier.

Ceci étant, le développement de cette activité reste tributaire du secteur de logement qui est à son tour conditionné à plusieurs facteurs notamment, le contexte économique du pays, l'évolution du pouvoir d'achat du ménage tunisien et de l'inflation des prix.

Concernant le marché des articles de table, la société "les AMS" détient une part de marché estimée à 40% à fin 2010. Cette activité est destinée aussi bien aux professionnels qu'aux ménages. En revanche, la société est concurrencée principalement par les produits de Staminox et Sotufam. Par ailleurs, à l'instar des prix des robinetteries et grâce à sa qualité supérieure par rapport à ses concurrents, la société offre des produits avec des prix plus chers de 30% à 40% que les produits asiatiques, turcs et égyptiens.

### **Appartenance à un groupe d'envergure internationale : Groupe Loukil**

Considéré comme l'un des groupes économiques tunisiens majeurs, le Groupe Loukil comportant 23 filiales et employant environ 3000 collaborateurs, opère dans une multitude de secteurs d'activités: l'industrie (SACEM Industrie, Ateliers Mécaniques du Sahel, Méditerranéen Industriel Group), l'agro-industriel & BTP ( CODAR, Inter Parts S.A.R.L...) la technologie de l'information et de la communication (GROUPE AUDIO-COM, Eurl Loukilcom, Medcom), les métiers de l'environnement, le commerce international, l'engineering, le consulting etc.

Grâce à ses multiples partenariats avec des firmes étrangères de l'ordre de 300 partenaires (Citröen, Mazda, Carryboy, ACER, Fujitsu Siemens, Apple, AGRIC BEMVIG, TERRACO, LANCY MIXJET, KUHN, ABBRIATA, SAME, GASPARDO, BOBCAT, etc...) le groupe Loukil est l'un des groupes tunisiens les plus internationalisés.

Le rachat "des AMS" depuis un beau temps, confirme les ambitions du groupe Loukil qui ne cesse de s'élargir en Tunisie et d'étendre ses activités, depuis quelques années, à travers le rachat de certaines sociétés tunisiennes opérant dans différents domaines.

Ainsi, la société "les AMS" se dote d'un management expérimenté et aguerri qui atteste d'une qualification professionnelle au sein du secteur industriel et susceptible de lui asseoir une bonne gouvernance lui permettant d'atteindre ses objectifs et de faire face aux situations les plus délicates.

## Analyse financière de la société « AMS »

La société "les AMS" décline son savoir-faire autour de la fabrication d'articles de ménage en inox 18/10 (couverts de table, palataux ...) et de robinetterie (sanitaire et de bâtiment).

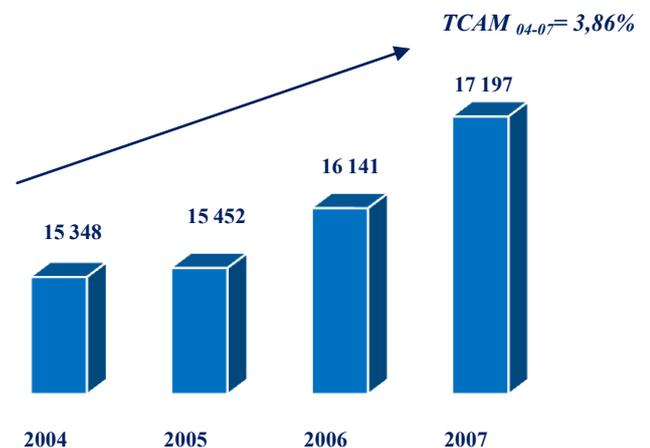
Associée techniquement à des partenaires de renommée internationale (Mamoli et Raf-Italie pour la robinetterie, Sambonet et Mepra-Italie pour les articles de ménage), la Société présente une gamme de produits variée et de haute qualité qui lui a permis d'occuper une place prépondérante sur le marché tunisien et d'exporter régulièrement vers les pays européens (Allemagne, Italie, France) et Africains (Libye, Maroc et Afrique de l'Ouest).

### "Les AMS" après sa privatisation...Vers une neutralisation des erreurs stratégiques du passé

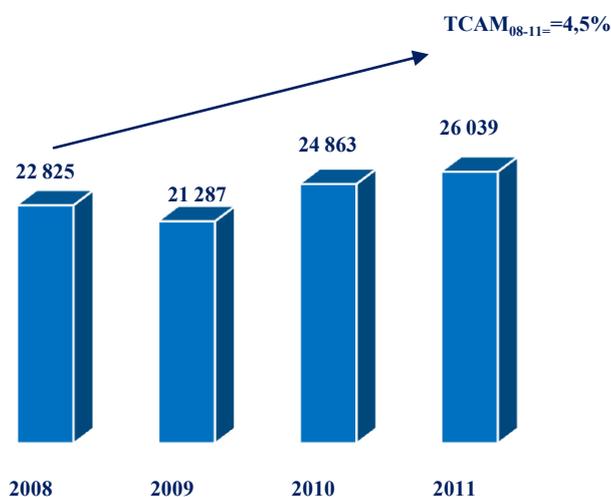
Le chiffre d'affaires de la Société "AMS" au cours de la période 2004-2007 s'est inscrit sur un trend haussier quoiqu'avec une croissance annuelle moyenne de 3,8% pour s'établir à 17,2MDT en 2007, une année avant sa privatisation. La répartition du CA sur la même période 2004-2007 fait ressortir une prépondérance de la branche Robinetterie qui présente en moyenne 65,5% de l'ensemble des revenus.

A cette époque, l'offre a été totalement destinée au marché local à hauteur de 98% en moyenne.

Chiffres d'Affaires des AMS (mDT)



Chiffres d'affaires des AMS (mDT)



Sa privatisation en 2008 et sa reprise par le groupe Loukil s'est fait senti au niveau de sa production et a procuré une nouvelle dimension à la société.

Durant la période 2007-2011, le chiffre d'affaires de la société "les AMS" s'est accru avec une accélération annuelle moyenne de 10%. Cette performance est tributaire essentiellement à la progression des ventes de produits de robinetterie de 12,3% par an. Pour ce qui est de l'activité des articles de ménage, elle s'est également bien comportée en passant de 5MDT en 2007 à 8MDT en 2011.

Au terme de l'année 2011, la compagnie draine un chiffre d'affaires de 26MDT en progression de 4,7% comparativement à une année auparavant.

La principale destination de la production reste le marché local.

La répartition du CA de la société "les AMS" en 2011 fait ressortir une prépondérance de la branche Robinetterie avec une part de 67%, contre 28% des revenus de la société pour les Articles de ménages. Quant aux ventes à l'export, elles ne représentent que 4% du chiffre d'affaires total de la société.

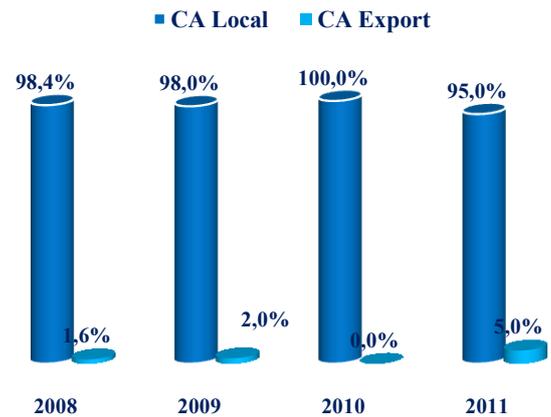
En dépit des efforts déployés par "les AMS" pour se développer à l'international, son chiffre d'affaires en provenance des ventes à l'export ne représente que 4% du chiffre d'affaires global. Ces réalisations trouvent leur origine dans les difficultés rencontrées sur les marchés étrangers qui sont envahis par les produits bas de gamme.

A l'issue de l'exercice 2010, la part prépondérante du chiffre d'affaires à l'export découle du marché Français avec une participation de l'ordre de 35%, suivie par les marchés Lybien et Algérien qui représentent respectivement 29% et 16% des ventes totales à l'export et dont la performance s'est améliorée grâce à l'ouverture des showrooms dans ces pays en 2008.

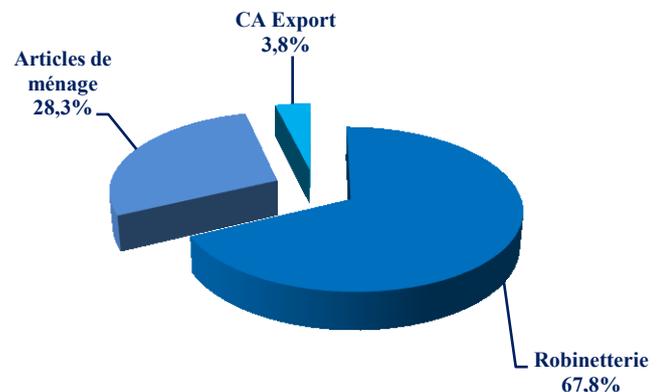
A ce titre, il est à noter que les ventes des articles de ménages ont dominé les ventes à l'export en 2010 avec 63,51% contrairement aux années écoulées où les ventes de robinetteries avaient plus de succès à l'échelle internationale.

Le terrain est favorable aux AMS pour un développement à l'international, notamment grâce à la présence du groupe Loukil dans plusieurs pays du Maghreb.

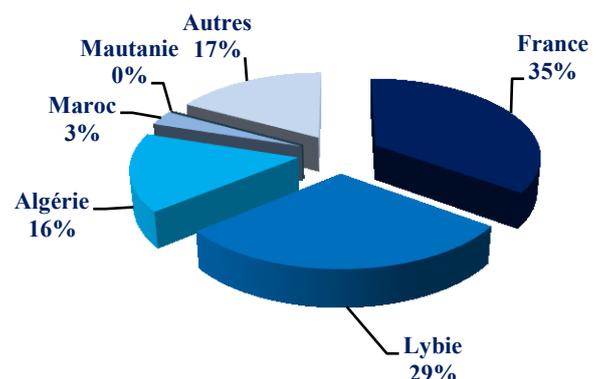
Malgré le développement de la concurrence locale et étrangère, la société les AMS a réussi à maintenir la meilleure part de marché en Tunisie et à garder sa position de leader sur le marché aussi bien pour les robinetteries que pour les articles de ménages avec des parts de marché respectives aux alentours de 60% et de 40%.



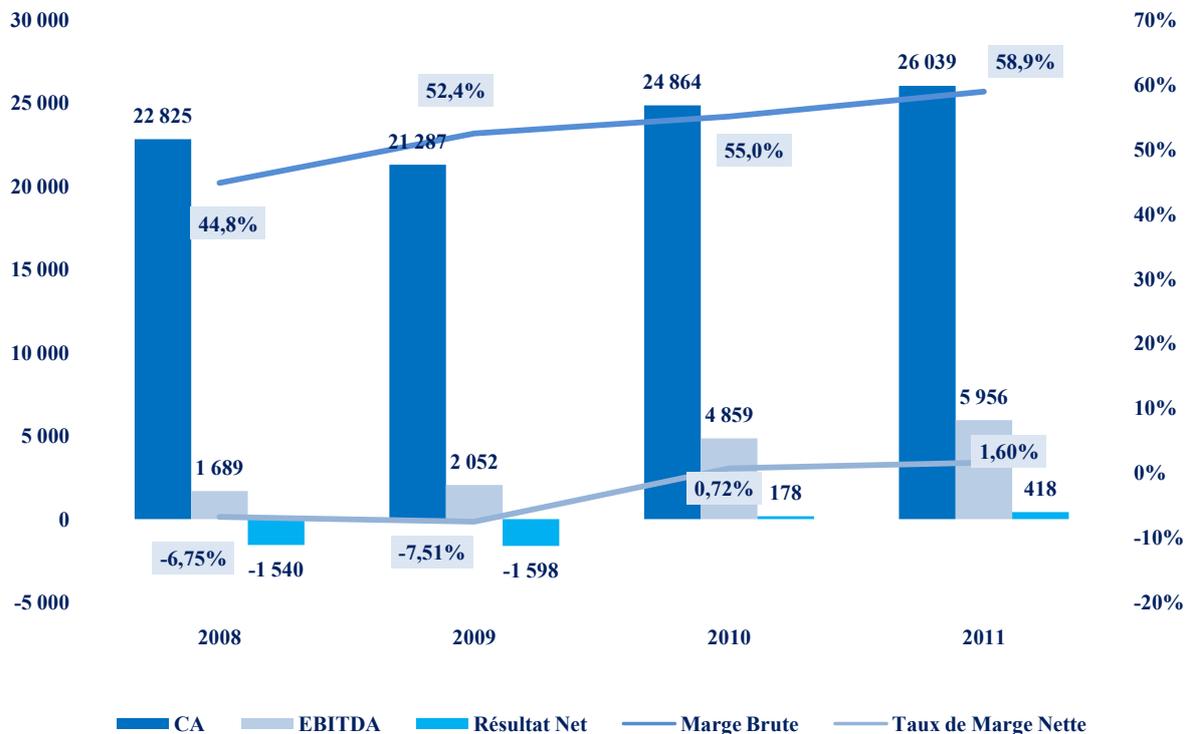
Répartition du Chiffres d'Affaires des AMS en 2011



Répartition des ventes à l'export en 2010



## La société les AMS reprend du poil de la bête ...



La situation financière des AMS s'est améliorée grâce aux efforts déployés par le management de la société. La compagnie "les AMS" a signalé à partir de 2010 un redressement des équilibres de la société moyennant l'amélioration de ses principaux indicateurs d'exploitation.

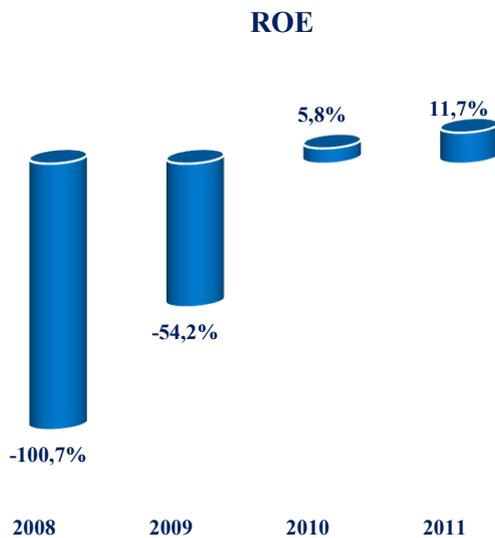
En outre, l'accroissement du chiffre d'affaires s'est fait senti considérablement au niveau des marges.

Pour sa part, la marge brute s'est nettement améliorée, durant la période 2008-2011, passant de 45% à 59% en 2011. A cet égard, il est important de signaler que l'activité des AMS est liée à la volatilité des cours des matières premières en l'occurrence le laiton, l'acier et de l'inox. De ce fait la politique de fixation des prix dépend principalement des changements enregistrés sur les coûts des matières premières.

Conjointement, l'EBITDA s'est accru avec une croissance annuelle moyenne de plus de 52% sur la période 2008-2011 pour se fixer à 5,9MDT en 2011. Cette performance est tributaire de la maîtrise des charges de personnel qui ont connu une quasi stagnation depuis la privatisation de la société.

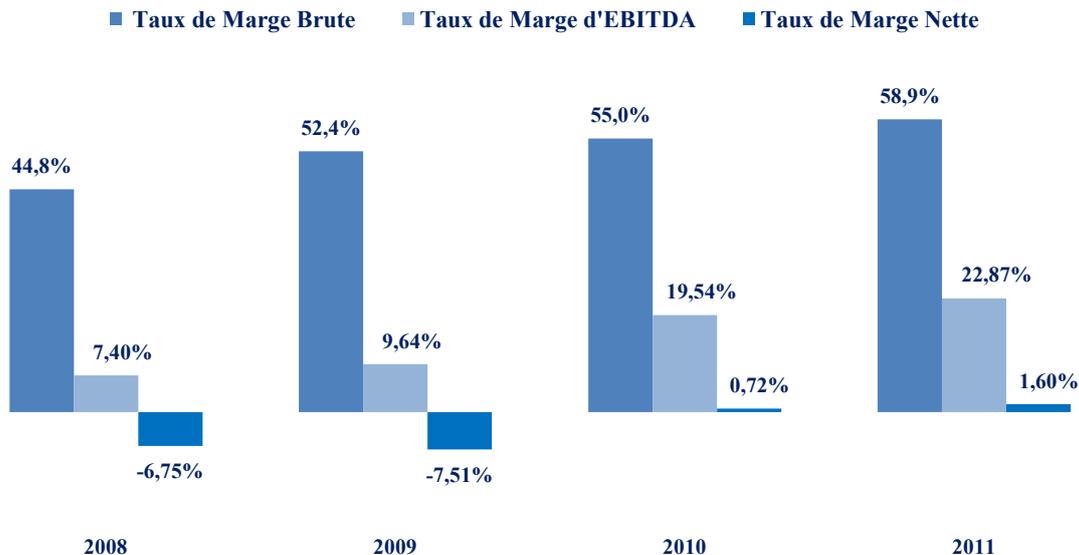
De surcroit, le résultat net de la société s'est inscrit sur un trend haussier. Après 3 années déficitaires consécutives (2007-2008-2009), un retour aux bénéfiques a été enregistré en 2010, qui s'est confirmé en 2011 avec un niveau appréciable de bénéfice net frôlant les 418mDT, en progression de plus de 134% sur une année glissante. Suivant la même cadence, la marge nette a évolué à 1,4% en 2011.

## Des marges retrouvées ... qui stimulent le résultat Net



Lors de la période 2008-2011, correspondant aux années pendant lesquelles le groupe Loukil était aux manettes des AMS, la rentabilité des fonds propres a connu une nette amélioration. Il est vrai qu'à la date de reprise de la société par le groupe, cette rentabilité s'établissait à un niveau critique de -100,7%. Au terme de l'exercice 2011, la rentabilité des fonds propres parvient à atteindre 10,5%.

Cette amélioration est essentiellement tributaire au rétablissement des marges bénéficiaires de la société, étant donnée que ni les indicateurs d'endettement, ni ceux traduisant la rotation de l'actif n'ont connu une amélioration notable.



En dégagant un résultat net bénéficiaire depuis 2010, "les AMS" affichent une marge nette de 0,72% en 2010 et 1,60% en 2011. Ces marges sont certes faibles, mais ils marquent le retour de la société à des niveaux de marges positifs, après les exercices 2008 et 2009 affichant respectivement des marges nettes de -6,75% et -7,51%.

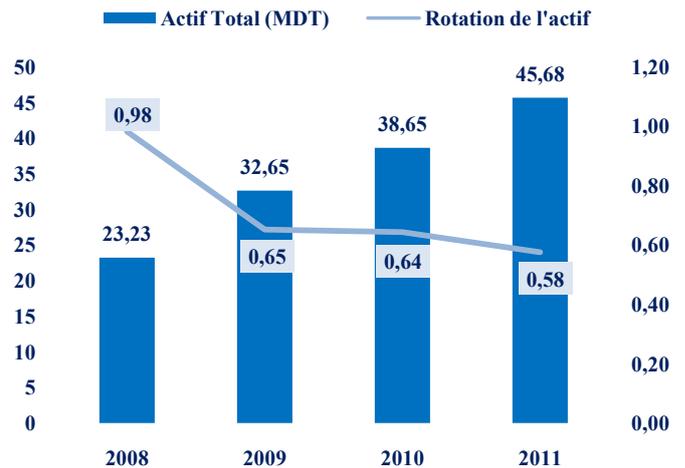
Sous l'effet conjugué de la hausse du chiffre d'affaires et de la maîtrise des charges d'approvisionnement, les AMS ont profité de l'amélioration du taux de **marge brute** (58,9% en 2011 contre 44,8% en 2008) pour renouer avec des marges nettes positives.

A noter que la structure de charge des AMS a aussi profité de la restructuration sociale appliquée par le nouveau management, et dont l'effet s'est ressenti avec le passage de la **marge d'EBITDA** de 9,64% en 2009 à 19,54% en 2011.

Une disparité entre l'évolution des charges d'exploitation et des charges hors exploitation est à souligner. Si sur la période 2008-2011, les charges d'exploitation ont été quasiment stables (+0,67% en croissance moyenne), les charges financières ont subi une croissance annuelle moyenne de 11,90%. Malgré cette hausse, "les AMS" affichent un résultat net 2011 de 0,417 MDT correspondant à une **marge nette** de 1,60%.

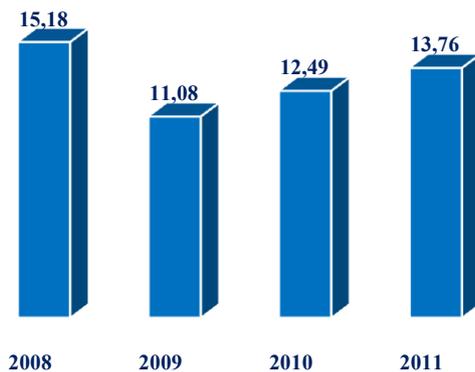
### Une rotation de l'Actif aux normes Sectorielles

Sur la période 2009-2011, le ratio de rotation de l'actif s'est établi à un niveau moyen de 0,62. Ce niveau stable, indique que l'augmentation soutenue du niveau des actifs (32,65 MDT en 2008 contre 45,68 MDT en 2011) s'est proportionnellement répercutée sur le niveau des ventes des AMS. D'un autre côté, le ratio moyen de rotation de l'actif sur la période concernée est en adéquation avec la moyenne sectorielle de 2010 des sociétés industrielles tunisiennes cotées en bourse, égale à 0,70.



### ... mais un endettement critique et mal structuré

#### Coefficient d'endettement

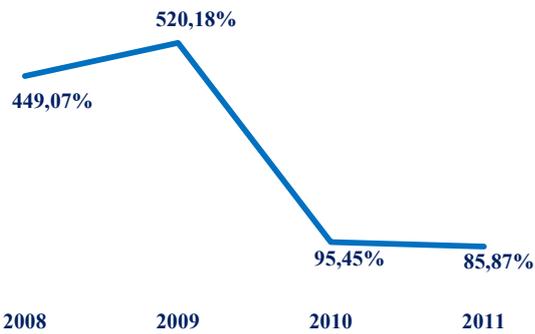


Au terme de l'exercice 2011, le coefficient d'endettement des AMS s'établit à 13,76, indiquant une forte dépendance des ressources de financement externes, et ce malgré l'augmentation de capital de 3MDT opérée par la société en 2009. Cette situation de fort déséquilibre financier ne s'est que légèrement rétablie depuis la privatisation des AMS en 2008.

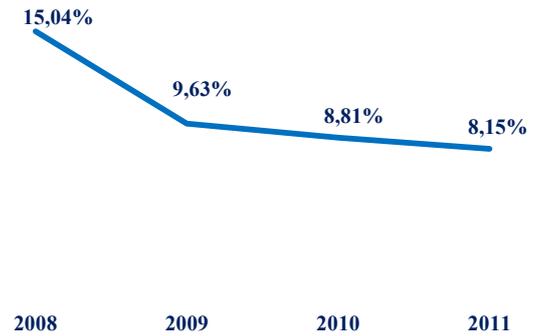
	2008	2009	2010	2011
<b>Dettes Nettes</b>	12 030 214	17 808 907	25 628 814	29 424 077
<b>Gearing</b>	786,35%	604,21%	828,51%	824,40%

Ainsi, sur une période de quatre ans, les dettes nettes de la société ont plus que doublé, pour atteindre un montant de 29,424 MDT. Ce montant représente par ailleurs plus de 8 fois les ressources propres de l'entreprise en 2011.

Ratio de couverture des charges financières



Coût de la dette



Le fort niveau d'endettement affecte la rentabilité globale de la société. En effet, et comme mentionné précédemment, le service de la dette est une charge en constante hausse. Elle n'absorbe pas moins de 85,87% du résultat d'exploitation en 2011. Les niveaux auxquels s'étaient établis les ratios de couverture des charges financières en 2008 et 2009 expliquent clairement les résultats négatifs auxquels avaient aboutis ces exercices.

En ce qui concerne le coût moyen de la dette, nous notons une diminution continue de ce taux, qui oscille 15,04% en 2008, à 8,15% en 2011.

	2008	2009	2010	2011
Dettes financières CT/Dettes financières totales	45,30%	66,21%	67,70%	75,25%

Le ratio rapportant les dettes financières à court terme au total des dettes indique que les engagements des AMS sont mal structurés. En effet, la part des dettes hautement exigibles par rapport au passif total augmente d'année en année. Cette proportion atteint même 75,25% en 2011.

L'exploitation de la société semble accablée par cette forte dépendance aux crédits de gestion et autres découverts bancaires.

Une accumulation des stocks ... qui pèse sur le BFR de la société

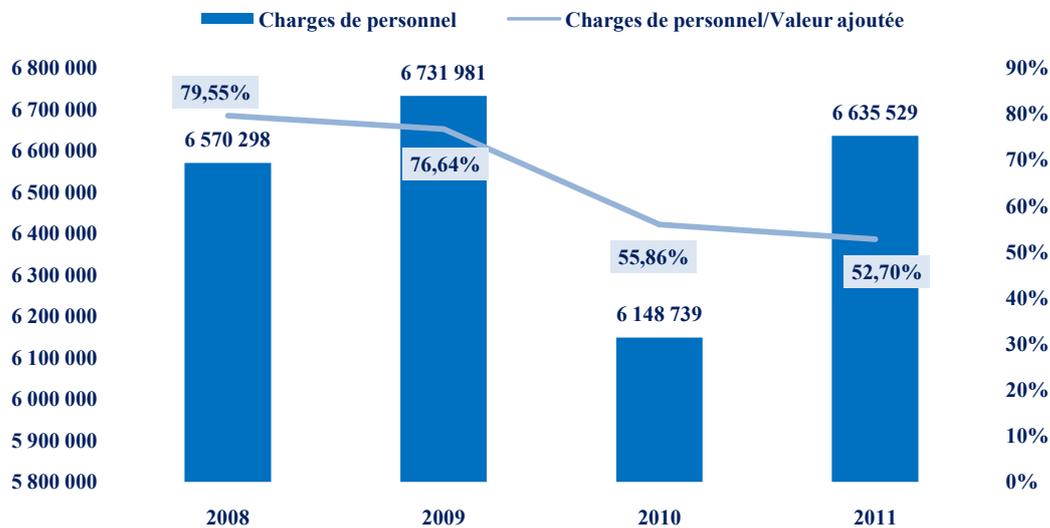
Equilibre Financier	2008	2009	2010	2011
FR (en DT)	3 770 759	883 039	-143 832	-873 335
BFR (en DT)	8 668 951	11 600 899	16 446 646	20 204 254
TN (en DT)	-4 898 192	-10 717 860	-16 590 478	-21 077 589
FR/BFR	0,43	0,08	-0,01	-0,04

Les quatre derniers exercices ont vu les besoins de la société en fonds de roulement largement augmenter. Avec un taux de croissance annuel moyen du BFR égal à 32,58%, ce besoin culmine à 20,204 MDT en 2011, un niveau proche du chiffre d'affaires réalisé par la société la même année.

A l'origine de ce BFR, le niveau élevé des stocks des AMS, qui représente plus de 50% des actifs de la société en 2011. Cette accumulation s'explique entre autres par l'allongement des délais de rotation des stocks.

Pour répondre à ce besoin, le fonds de roulement disponible n'est pas au rendez-vous. Sous l'effet de la diminution des fonds propres des AMS et l'orientation court-termiste vers laquelle se dirige l'endettement, la société peine à avoir des capitaux permanents à la hauteur de ces besoins. Le fonds de roulement de la société atteint même des niveaux négatifs en 2010 et 2011.

### Une masse salariale toujours à la peine, en dépit de l'amélioration de la productivité



Depuis la privatisation des AMS, le management a entrepris de réformer la politique salariale de la société. Ce programme avait porté sur le rajeunissement des effectifs, afin d'accroître le rapport coût-productivité.

Les retombées de cette stratégie se sont fait ressentir au niveau de la masse salariale que supportent "les AMS". Le niveau des charges salariales, qui n'a pas connu de fluctuations importantes et continues sur la période 2008-2011, demeure élevé et absorbe en moyenne 28,91% du chiffre d'affaires des AMS.

Néanmoins, le ratio rapportant ces charges à la valeur ajoutée dégagée par la société s'est nettement amélioré. A l'issue de l'exercice 2011, ce ratio s'élève à 52,70%, contre quasiment 80% en 2008. A défaut de réduire significativement les charges de personnel, l'évolution de l'activité a permis d'alléger le poids de ces charges. A noter que "les AMS" prévoit de poursuivre en 2012, la stratégie décrite précédemment en mettant en place un processus de départ anticipé à la retraite.

## Perspectives : Une stratégie de développement ambitieuse

Les nouveaux acquéreurs des AMS comptent sur leur notoriété et leur positionnement sur le marché local qu'à l'export pour booster l'activité de la société pour la période à venir et ceci sur trois niveaux :

- Développement des métiers et de la stratégie commerciale :

Pour ce qui est du développement de son activité stratégique qui est la robinetterie, les AMS ont racheté une ancienne usine italienne de très grande réputation « RAF ». Cette acquisition s'inscrit dans le cadre du 2<sup>ème</sup> programme de mise à niveau qui a permis aux AMS de constituer une avancée concurrentielle par rapport à son concurrent direct qui est la « SOPAL » ( 16 séries contre 11 séries).

La société compte développer sa gamme robinetterie par la fabrication d'une gamme de produits économiques « POLAR » qui permettra à la société d'offrir des produits à des prix compétitifs avec une qualité meilleure que les produits asiatiques, algériens et libyens. Les showrooms ouverts en Libye, Algérie et la filiale créée en France vont permettre d'accroître les ventes à l'export.

Quant au développement de la deuxième activité qui est les articles de ménages, la société a signé un partenariat avec BEARD, une société Franco-suisse jouissant d'une réputation internationale et une qualité reconnue par les plus grands de la restauration et de l'hôtellerie, ceci pour satisfaire une clientèle exigeante. D'autant plus, la société compte développer les arts de la table à travers sa filiale « AMS Trading ».

- Développement de matériel de production et le départ à la retraite :

Les AMS a achevé la 2<sup>ème</sup> mise à niveau de l'outil de production en 2010, et compte continuer sa stratégie de développement dans le cadre du 3<sup>ème</sup> programme de mise à niveau d'un montant de 5,3MDT et qui seront totalement investis au cours de l'exercice 2012.

Concernant le volet social, les AMS a continué sa stratégie de rajeunissement de son effectif et ce par le départ anticipé à la retraite de 70 employés.

- Assainissement de la structure financière et la prise de participation dans METALART :

Les AMS compte procéder à une opération de désendettement par le remboursement anticipé de quelques crédits (1.675MDT) et la couverture d'une partie du BFR et une partie des découverts bancaires et les autres crédits à CT (5.075MDT).

La société compte investir 5.25MDT pour l'acquisition d'une participation de 40% dans le capital d'une entreprise Egyptienne « METALART » qui produit les articles de ménages BEARD, cette acquisition permettra à la société de bénéficier du know-how de la société et de conquérir le marché égyptien et le marché du golf (UAE, kuwait,...etc).

Indicateurs	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
<b>Chiffre d'affaires</b>	23 792 630	25 219 333	37 090 690	44 662 800	50 787 100	57 075 200	62 398 700
<i>Progression</i>	18%	6%	47,07%	20,42%	13,71%	12,38%	9,33%
<b>Total Produits d'Exploitation</b>	23 794 640	26 038 844	37 090 690	44 662 800	50 787 100	57 075 200	62 398 700
<b>Marge Brute</b>	13 686 388	15 337 008	15 877 390	18 553 820	19 741 480	22 461 290	24 105 130
<i>Taux de marge Brute</i>	55,05%	58,9%	42,81%	41,54%	38,87%	39,35%	38,63%
<b>Charges de personnel</b>	6 148 739	6 635 529	6 541 750	7 239 260	7 859 390	8 330 950	8 830 810
<i>En % du CA</i>	25,84%	26,13%	17,64%	16,21%	15,48%	14,60%	14,15%
<b>Achats d'approvisionnement consommés</b>	11 177 460	10 701 837	21 213 300	26 108 980	31 045 620	34 613 910	38 293 570
<i>En % du CA</i>	46,98%	42,44%	57,19%	58,46%	61,13%	60,65%	61,37%
<b>EBITDA</b>	4 858 853	5 956 228	6 429 360	7 870 010	7 797 680	9 609 210	10 373 780
<i>Progression</i>	22,59%	7,94%	22,41%	-0,92%	23,23%	7,96%	-100,00%
<i>Taux de Marge d'EBITDA</i>	19,54%	22,87%	17,33%	17,62%	15,35%	16,84%	16,62%
<b>EBIT</b>	2 581 769	3 200 323	3 291 440	4 535 120	4 609 520	7 016 260	7 943 530
<i>Progression</i>	-	23,96%	2,85%	37,79%	1,64%	52,21%	13,22%
<b>IS</b>	26 850	27 000	43 770	52 700	815 820	1 473 080	1 736 260
<b>Résultat Net</b>	178 250	417 848	1 224 700	2 810 100	2 132 560	3 887 310	4 572 630
<i>Progression</i>	-	134,42%	193,1%	129,45%	-24,11%	82,28%	17,63%
<i>Marge Nette</i>	0,72%	1,60%	3,30%	6,29%	4,20%	6,81%	7,33%

La société AMS envisage d'enregistrer une forte hausse de son chiffre d'affaires qui passe de 25.6MDT en 2011 à 62.4MDT en 2016, soit une progression annuelle moyenne 18%.

Le management de la société table sur une croissance annuelle moyenne de son résultat net de l'ordre de 80% entre 2012 et 2016 réalisant ainsi une amélioration de sa marge nette qui passe de 1.6% en 2011 à 7.33% en 2016.

Pour ce qui est de la marge brute, elle devrait baisser progressivement et qui passera de 42.8% en 2012 à 38.6% en 2016. Cette baisse est principalement due à la hausse des coûts des matières premières.

Les charges de personnel vont être maîtrisées pour les cinq prochaines années alors qu'elles représentaient une moyenne de 25% sur la période 2008-2011, elles ne seront que de 15% pour la période prévisionnelle.

Ratios et indicateurs de Résultat	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
<b>Capitaux propres</b>	3 569 157	14 680 500	17 490 600	19 623 160	23 510 460	28 083 110
<b>Résultat Net</b>	417 848	1 224 700	2 810 100	2 132 560	3 887 310	4 572 630
<b>ROE</b>	10,15%	8,34%	16,07%	10,87%	16,53%	16,28%

L'assainissement de la société ainsi la maîtrise des charges du personnel permettront aux AMS de réaliser une croissance pour les cinq prochaines années.

La société compte réaliser une hausse moyenne du résultat net qui avoisine les 3MDT pour la période prévisionnelle, ce qui devrait augmenter le ROE à 16.28% en 2016.

## Evaluation & Recommandation :

Au niveau de l'évaluation, trois méthodes de valorisation ont été utilisées par l'évaluateur pour déterminer la valeur de la société "les AMS" à savoir la DCF, Méthode Goodwill et Méthode de la capitalisation bénéficiaire.

Les valeurs obtenues par les différentes méthodes d'évaluation retenues se résument dans le tableau ci-après :

Méthode	Valeur kDT	Prix en DT
DCF	29 530	11,996
Méthode Goodwill	26 862	10,912
Méthode Capitalisation de la capacité bénéficiaire	26 366	10,711
<b>Moyenne</b>	<b>27 586</b>	<b>11,206</b>
<b>Nombre d'actions</b>	<b>2 461 680</b>	
<b>Décote</b>	<b>10,8%</b>	
<b>Prix de l'action offerte</b>	<b>10 DT</b>	

La moyenne des trois méthodes retenues aboutit à une valeur par action de 11,2DT. Le prix proposé pour l'opération les AMS a été fixé à 10DT après l'application d'une décote de 10,8% par rapport à la moyenne.

Fondée depuis 1962, la société « Les AMS » jouit d'une position de leader sur le marché de robinetterie et articles de ménage en Tunisie. En ouvrant son capital au public, la société passe à un autre niveau de croissance par la consolidation de ses fonds propres et l'assainissement de ses charges financières qui pèsent, jusqu'à aujourd'hui, lourd sur sa structure financière.

Sur la base de la valorisation présentée, la société se transige à 72x son bénéfice net 2011 et à 28x son bénéfice net 2012 prévisionnel comparativement à une moyenne sectorielle de 27x.

En dépit des réserves que nous émettons quant aux méthodes d'évaluations retenus par l'évaluateur, nous estimons que la valorisation entreprise sur l'action « Les AMS », intègre le potentiel de croissance qui recèle son plan stratégique grâce notamment à son expertise dans son domaine d'activité, à ses partenariats conclus et à son adossement au Groupe Loukil.

A la lumière de ce qui précède, nous recommandons de **souscrire** à l'OPF des AMS.



**MAXULA BOURSE**

*.Intermédiaire en bourse.*

Département  
Recherches & Analyses

Mai 2012

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

Tel: (+216 71) 960 530 / 960 026  
Fax: (+216 71) 960 565

[www.maxulabourse.com.tn](http://www.maxulabourse.com.tn)  
[research@maxulabourse.com.tn](mailto:research@maxulabourse.com.tn)