

Secteur : Industrie

Nombre d'actions offertes: 1 000 000 actions

Prix : 10 Dinars (Nominal = 5 Dinars)

Jouissance des actions : 1^{er} Janvier 2012

Capitalisation boursière après OPF : 34,6MD

Actionnariat :

	Avant OPF	Après OPF
Groupe LOUKIL	64,4%	45,8%
Institutionnels	21,4%	15,3%
Autres actionnaires	14,2%	10,0%
Public	-	28,9%
Total	100%	100%

Chiffres clés :

ROE 2011/2012e: 11,7% / 8,3%

PE 2011/2012e: 82,8x / 28,3x

P/BV 2011e/2012e: 10x / 2,4x

Div Yield = 0%

Opinion: Souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen terme

But de l'augmentation de capital :

La levée de fonds de 10MD permettra à la société de :

- Rembourser par anticipation une partie de ses dettes pour 1,7MD ;
- Financer une partie du BFR de la société pour 5,1MD ;
- Financer une partie de la prise de participation de 40% du capital de METALART pour 5,3MD

Points clés :

- Un savoir faire reconnu et une position leader sur le marché ;
- Adossement au groupe LOUKIL lui permettant de bénéficier des effets de synergie surtout à l'échelle internationale ;
- Des partenariats techniques avec des sociétés internationales permettant une diversification de la gamme de produits ;
- Une structure financière déséquilibrée caractérisée par un endettement lourd plombant la rentabilité de la société ;
- Mise en place d'un plan de départ à la retraite volontaire visant à alléger de la masse salariale et conforter ainsi la capacité bénéficiaire ;
- Un programme de développement très ambitieux dirigé vers l'export mais demeure tout de même réalisable ;
- Une incapacité à rémunérer les actionnaires durant la prochaine période jusqu'à absorption totale des pertes cumulées ;
- Une valorisation jugée chère par rapport à l'ensemble du marché mais qui se justifie par la fait que la société est en cours de restructuration.

1- Caractéristiques de l'offre

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 1 000 000 actions nouvelles à émettre dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire, représentant 28,9% du capital après augmentation

Valeur nominale : 5 dinars

Prix d'émission des actions nouvelles : Dix (10) dinars, soit 5 Dinar de valeur nominale et 5 Dinars de prime d'émission

Montant de l'opération : 10 000 000 dinars

Période de souscription : Du 30 Avril 2012 au 11 Mai 2012

Jouissance des actions : Les actions nouvelles porteront jouissance à partir du 1^{er} janvier 2012

Offre proposée : Les 1 000 000 actions offertes dans le cadre de cette opération représentant 17,3% du capital après augmentation et seront réparties comme suit :

- **Offre à prix ferme**

Catégories	Part d'allocation	Nombre d'actions allouées	Montant en DT
<u>Catégorie A :</u> Demandes réservées aux anciens actionnaires (autres que le Groupe LOUKIL et les SICAR partenaires) désirant acquérir au minimum 50 actions et au maximum 17 308 actions et sous la condition que la participation totale de ces actionnaires après augmentation (actions anciennes et actions nouvelles) soit au plus égale à 0,5% du capital (17 308 actions) pour les non institutionnels et 5% du capital (173 084 actions) pour les institutionnels.	16,7%	100 000	1 000 000
<u>Catégorie B :</u> Demandes réservées au personnel du groupe LOUKIL désirant acquérir au minimum 50 actions et au maximum 17 308 actions	8,3%	50 000	500 000
<u>Catégorie C :</u> Demandes réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM désirant acquérir au minimum 50 actions et au maximum 17 308 actions pour les non institutionnels et 173 084 actions pour les institutionnels	5,0%	300 000	3 000 000
<u>Catégorie D :</u> Demandes réservées aux OPCVM Tunisiens sollicitant au minimum 50 actions et au maximum 150 000 actions	25,0%	150 000	1 500 000
Total	100,0%	600 000	6 000 000

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

Catégorie A : Les demandes de souscription seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation déterminé par le rapport Quantité Offerte/ Quantité demandée et retenue et sur la base de la liste des actionnaires de la société les AMS arrêtée à la date d'octroi du visa par le CMF du prospectus d'émission. Le

reliquat non servi sera réparti par la commission de dépouillement, sans que la part de chaque non-institutionnel et institutionnel ne dépasse respectivement 0,5% et 5% du capital à l'issue de l'opération.

Catégories B et C : Les demandes de souscription seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie. Les paliers de satisfaction seront fixés par la commission de dépouillement.

Catégorie D : les demandes de souscription seront satisfaites 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, sans que la part de chaque OPCVM ne dépasse 5% du capital à l'issue de l'opération.

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

- **Placement garanti**

Essentiellement auprès d'institutionnels de 400 000 actions représentant 40% du total des actions à émettre en numéraire et 11,3% du capital après augmentation. Les institutionnels s'engagent à ne pas céder leurs titres en bourse pendant une période d'une année à partir de la date de la première cotation en bourse .

La demande de souscription doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être supérieur à 5% du capital social après augmentation, soit 173 084 actions.

Les souscripteurs dans le placement garanti n'auront pas le droit de souscrire dans le cadre de l'OPF.

Les souscriptions dans le cadre du placement garanti sont centralisées auprès de MACSA.

Contrat de liquidité : Portant sur 500 000 dinars et 50 000 actions pour une période de 12 mois à partir de la date d'introduction en Bourse des actions AMS.

Avantage fiscal :

Les souscripteurs à la présente augmentation de capital bénéficient de la déduction des revenus ou bénéfices réinvestis dans la limite de 35% des revenus ou bénéfices nets à l'IRPP ou l'IS et ce conformément à l'article 7, de la loi 93-120, du 27/12/1993 portant promulgation du code d'incitations aux investissements.

2- Présentation de la société AMS :

La société les Ateliers Mécaniques du Sahel "AMS" a été créée à l'initiative de la STB en 1962. Elle a pour objet la création, le développement, la fabrication et la commercialisation des robinetteries sanitaires (robinets, mélangeurs, mitigeurs, raccords,...) et des articles de ménage en inox 18/10 (ustensiles de cuisson, couverts de table, plateaux, ...). Elle est située à seulement 2 km du centre de la ville de Sousse et construite sur un site de 7,2 hectares avec une surface couverte de l'ordre de 2 hectares.

En 2008, la société a été privatisée et reprise par le groupe LOUKIL (64,4% du capital de la société) opérant dans une multitude de secteurs d'activités allant de l'agriculture à l'industrie lourde en passant par les technologies de l'information et de la communication, les métiers de l'environnement, le commerce international, l'engineering, le consulting etc.

En 2009, la société a vu l'entrée de 4 nouvelles SICAR (SIM SICAR, STB SICAR, TSPP et SICAR Invest) dans le capital social de la société pour un montant de 3MD et le porter ainsi à 12,3MD. A ce stade, signalons qu'un pacte d'actionnaires a été signé en juillet 2009 stipulant le rachat de la participation des SICARs par le groupe LOUKIL à partir de la 4^{ème} année suivant la conclusion du pacte, soit en juillet 2013 et ce au cours de bourse.

Durant la dernière décennie, la société a réalisé deux programmes de mise à niveau portant sur une enveloppe totale de 10MD. Actuellement, la société s'est engagée sur un troisième programme pour un budget de 5,3MD visant la rénovation des équipements, l'amélioration de la capacité de développement ainsi que la qualité des nouveaux équipements et ce dans le but d'accroître les ventes aussi bien sur le marché local qu'à l'export.

Depuis juillet 2009, la société est certifiée ISO 9001 version 2000 auprès de l'organisme TÜV Rheinland.

En 2009, la société a racheté les actifs d'une ancienne usine italienne de renommée RAF qui auparavant était un partenaire de la société. Cette acquisition permettra à la société de disposer d'une large gamme de produits dépassant ainsi son principal concurrent.

De plus, la société a signé au courant de l'année écoulée un partenariat technico commercial avec la société franco suisse BEARD spécialisée dans la fabrication artisanale d'articles de ménage argentés et luxueux et jouissant d'une bonne réputation auprès des restaurateurs et des hôteliers.

La société AMS est à la tête d'un groupe composé de deux sociétés : AMS Trading (détenue à 99% par AMS) et AMS Europe (détenue à 100% par AMS). En 2010, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 24,1MD et un résultat net déficitaire de 121,6mD contre un résultat net pour la société mère de 178mD.

3- Positionnement par rapport à la concurrence :

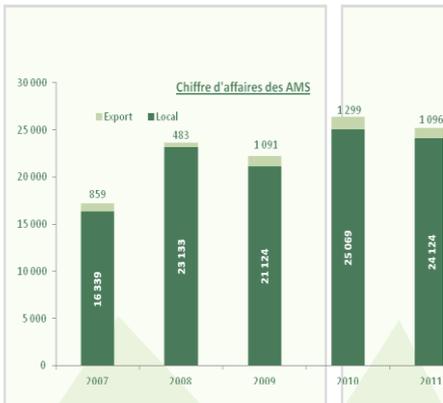
La société AMS est spécialisée dans la fabrication des robinets et des articles de ménage.

En matière de **robinetterie**, la société est leader avec 60% de part de marché. Néanmoins la société subit la menace du marché parallèle ayant un impact considérable sur les ventes. En effet, les contrefaçons des articles de robinetterie représentent une part de 30% du marché.

Les principaux clients directs de la société sont : SOPAL, SOTEM et Ideal Design. Ceci étant, SOPAL demeure le principal concurrent des AMS. Les deux autres concurrents restent moins agressifs surtout pour SOTEM travaillant sous licence de la marque italienne MAMOLI.

Pour le marché des **articles de ménage** quant à lui, la société en détient une part de 40%. Les principaux concurrents étant STAMINOX appartenant au groupe BAYAH et SOTUFAM.

4- Activité des AMS :



Durant les 5 dernières années, le chiffre d'affaires de la société a affiché une croissance annuelle moyenne de 11% pour s'établir à 25,2MD en 2011 contre 17,2MD en 2007. L'essentiel des revenus de la société provient de l'activité robinetterie dont la part de représentativité au niveau du chiffre d'affaires est de 70% contre 30% pour l'activité Inox.

La majorité des ventes de la société est destinée au marché local (95%) et ceci grâce à la stratégie commerciale développée par le management après la privatisation de la société basée essentiellement sur le réseau des distributeurs AMS privilégiés (DAP) et revendeurs grossistes.

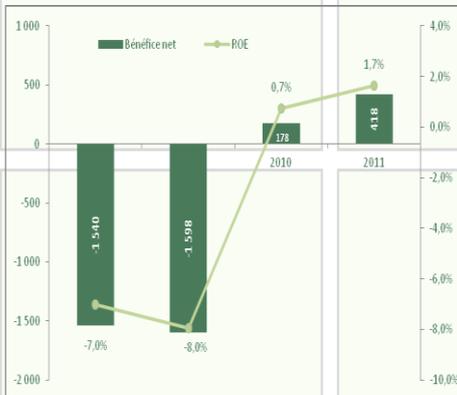
Quant à l'activité export, elle demeure très faible (5% des revenus). La Libye, l'Algérie et la France sont les principales destinations accaparant ainsi 80% du chiffre d'affaires à l'export.

Durant le dernier quinquennat, les ventes à l'export ont cru en moyenne de 21,4% à 1,1MD en 2011 contre 859mD en 2007, et ce grâce à l'ouverture de deux showrooms : l'un en Libye et l'autre en Algérie et ce durant l'année 2008.



Etant une entreprise industrielle, la société s'approvisionne essentiellement du lait, acier, tôle et inox auprès de fournisseurs étrangers représentant près de 80% des achats de la société. La société est ainsi confrontée directement au risque de fluctuation du prix des matières premières. Afin d'atténuer l'impact de l'envolée du cours de ces matières premières, la société a adopté une politique de fixation de prix de vente qui dépend de la fluctuation du cours des matières premières. C'est ainsi, qu'en 2010 et tout récemment en 2012, la société a procédé à des augmentations de ses prix de vente comprises entre 5% et 7% pour les articles de ménage et 7% pour la robinetterie. Partant de cette politique et profitant de la croissance de l'activité, la société a vu sa marge brute s'apprécier tout au long des dernières années pour s'établir à 57,6% en 2011.

La masse salariale constitue le 2^{ème} poste de charges puisqu'elle représente 26% des revenus de la société en 2011 contre 33% en 2009. Consciente de l'importance de ce poste de charge (spécificité des entreprises publiques), la société s'est engagé dans un vaste



programme de départ volontaire à la retraite qui a touché en 2010, 115 personnes permettant ainsi de faire baisser la masse salariale de 8,7% par rapport à 2009 et ce malgré le recrutement de 130 apprentis et 23 ouvriers dont la charge salariale est beaucoup moins importante que celle des cadres mis à la retraite.

L'autre handicap de la société, réside au niveau de sa structure financière caractérisée par un très fort taux d'endettement représentant plus de 8 fois les capitaux propres de la société. En effet, la société a eu recours à un endettement excessif (essentiellement sur le court terme) pour financer son cycle d'exploitation. C'est ainsi que la société paye des charges financières très importantes bouffant ainsi la majorité des résultats.

Tout au long des dernières années, la société n'a cessé des pertes qui ont atteint près de 15MD et n'a pu renouer avec les bénéfices qu'à partir de 2010. Durant l'année écoulée, la société a réalisé un bénéfice net de 418mD affichant ainsi une marge nette de 1,7%.

La rentabilité financière de la société se situe aux alentours de 11,7% à fin 2011.

5- Stratégie de développement :

Les orientations stratégiques des AMS s'articulent autour de trois axes:

→ **Développement des nouveaux produits**

Profitant de son partenariat avec RAF, la société compte lancer à partir de cette année une gamme de produits économiques sous le nom POLAR permettant aux AMS d'offrir des produits à des prix compétitifs avec une meilleure qualité que les produits asiatiques. Ces produits seront commercialisés essentiellement sur les marchés Libyen et Algérien et permettront ainsi de booster les exportations des AMS. La société compte aussi diversifier sa gamme de produits en robinetterie avec 16 séries contre 11 seulement pour son principal concurrent SOPAL.

De plus et à travers son partenariat avec BEARD signé en 2011, la société compte introduire une nouvelle gamme de produits, à savoir les articles de ménage en métal argenté destinés essentiellement pour les hôtels et restaurants.

→ **Mise à niveau de l'outil de production et assainissement social**

La société entamera à partir de cette année son 3^{ème} plan de programme de mise à niveau pour un montant de 5,4MD visant la rénovation des équipements, l'amélioration de la capacité de développement ainsi que la qualité des nouveaux équipements et ce dans le but d'accroître les ventes aussi bien sur le marché local qu'à l'export.

Sur le volet social, la société compte lancer un deuxième programme de CCL durant la deuxième moitié de 2012 visant le départ à l'amiable de 70 employés

→ **Assainissement de la structure financière et prise de participation dans une société Egyptienne**

Etant lourdement endettée, et dans le but de soutenir son programme de développement et améliorer sa rentabilité financière, la société compte à travers cette levée de fonds rembourser une partie de ses emprunts (1,7MD) et couvrir une partie de son BFR (5,1MD).

De plus, la société compte investir 5,3MD dans l'acquisition d'une participation de 40% dans le capital de METALART : une entreprise Egyptienne spécialisée dans la production des articles de ménage sous la marque suisse BEARD. Cet investissement sera financé à hauteur de 3,2MD par les fonds propres (à travers l'actuelle levée de fonds) et le reste par emprunt bancaire remboursable sur 6 ans.

6- Compte de résultat et structure financière de la société: Historique & Prévisionnel

(en mD)	Historique						Prévisionnel			TCAM
	2008	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	
Chiffre d'affaires	21 892	20 105	23 792	25 219	37 091	44 663	50 787	57 075	62 399	20,6%
Local	23 133	21 124	25 069	24 124	34 111	39 663	44 287	49 175	53 899	18,0%
Export	483	1 091	1 299	1 096	2 980	5 000	6 500	7 900	8 500	59,8%
Achats consommés	12 599	10 124	11 177	10 702	21 213	26 109	31 046	34 614	38 294	
Marge brute	42,5%	49,6%	53,0%	57,6%	42,8%	41,5%	38,9%	39,4%	38,6%	
Frais de personnel	6 570	6 732	6 149	6 636	6 542	7 239	7 859	8 331	8 831	6,0%
Frais de personnel / CA	30,0%	33,5%	25,8%	26,3%	17,6%	16,2%	15,5%	14,6%	14,2%	
Autres charges d'exploitation	1 968	2 380	2 679	2 745	2 906	3 445	4 084	4 521	4 901	
EBITDA	1 689	2 052	4 859	5 956	6 429	7 870	7 798	9 609	10 374	
Marge d'EBITDA	7,7%	10,2%	20,4%	23,6%	17,3%	17,6%	15,4%	16,8%	16,6%	16,8%
Amortissements & Provisions	1 252	1 663	2 277	2 756	3 138	3 335	3 188	3 593	2 430	
Charges financières	1 961	2 021	2 464	2 748	2 023	1 672	1 661	1 656	1 635	-9,2%
Résultat avant impôt	-1 515	-1 580	205	446	1 268	2 863	2 946	5 360	6 308	
Résultat net	-1 540	-1 598	178	418	1 224	2 810	2 131	3 887	4 572	79,7%
Marge nette	ns	ns	0,7%	1,7%	3,3%	6,3%	4,2%	6,8%	7,3%	
Endettement net	12 030	19 590	26 046	29 624	22 097	20 202	15 274	10 521	4 745	
Gearing	786,4%	664,6%	842,0%	830,0%	150,5%	115,5%	77,8%	44,8%	16,9%	
ROE	-100,7%	-54,2%	5,8%	11,7%	8,3%	16,1%	10,9%	16,5%	16,3%	
FR	3 771	883	-144	-873	23 982	24 897	25 153	27 281	30 273	
BFR	8 669	13 382	16 864	20 404	37 678	37 787	34 991	34 126	32 922	
TN	-4 898	-12 499	-17 008	-21 278	-13 696	-12 890	-9 838	-6 845	-2 649	

Partant de ce qui précède :

- Le business plan de la société nous paraît assez ambitieux eu égard à l'évolution du chiffre d'affaires qui devra doubler d'ici 2014. Le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires s'établit à 20,6% concentré essentiellement au niveau des années 2012 et 2013. Cependant, et au regard des réalisations de la société durant les trois premiers mois de l'année en cours (+75,3% par rapport à la même période de 2011), nous estimons que la société serait en mesure de réaliser ses objectifs. ;
- L'activité Export gagnerait des points dans la structure du chiffre d'affaires avec 14% à fin 2016 contre 4,3% seulement en 2011 : fruit de l'ouverture des show room en Libye et en Algérie ainsi que sa filiale en France. La croissance moyenne des revenus destinées à l'export durant les cinq prochaines années serait de 60%. En 2012, les exportations devront tripler à 3MD contre 1,1MD en 2011 seulement. De plus et dans le cadre du partenariat avec RAF (Robinetterie Italienne), les AMS comptent lancer à partir de 2012 une gamme de produits à des prix compétitifs et d'une qualité meilleure que les produits asiatiques et ce pour les marchés libyen et algérien ;
- La marge brute devrait se déprécier progressivement pour s'établir à 38,6% à l'horizon de 2016 contre 42,8% en 2012 : conséquence d'une hausse prévisible du coût des matières premières ;
- Une baisse importante des frais de personnel par rapport au chiffre d'affaires qui passe de 26,3% en 2011 à 17,6% en 2012 : un programme de licenciement est prévu pour le 2^{ème} semestre 2012 portant sur le départ à l'amiable de 70 personnes. La masse salariale affichera un taux de croissance annuel moyen de 6% durant toute la période du plan de développement ;
- Une baisse significative de l'endettement financier de la société avec un gearing de 77,8% à fin 2014 contre 830% en 2011. Les charges financières diminueront en conséquence et représenteront seulement 36% du résultat d'exploitation contre 86% en 2011 : fruit de l'opération d'introduction en bourse ;
- L'accroissement du volume d'activité couplé avec une bonne maîtrise des charges de personnel et l'allègement des charges financières permettra à la société d'accroître sa rentabilité. Le bénéfice net de la société devrait être multiplié par 6 d'ici 2013 à 2,9MD contre 448mD en 2011 !!!! Les AMS devront afficher une marge nette de 7,3% en 2016 contre seulement 1,7% actuellement ;
- Le cash généré de l'augmentation de capital sera alloué au remboursement d'une partie des emprunts de la société, le fonds de roulement de la société deviendra positif. Quant au BFR, sa croissance sera en harmonie avec celle du chiffre d'affaires mais il n'arrivera cependant pas à financer le fonds de roulement de la société. La structure financière de la société restera toujours déséquilibrée avec une trésorerie nette négative.

7- Evaluation

L'évaluation des AMS a été réalisée par le cabinet Conseil Audit Formation sur la base du business plan pour une période allant de 2012 à 2016.

L'évaluateur a utilisé 3 méthodes :

- La méthode d'actualisation des Cash Flow Futurs ;
- La méthode de Goodwill ;
- La méthode de la capitalisation de la capacité bénéficiaire.

Le taux d'actualisation utilisé est le WACC (Coût Moyen Pondéré du Capital) déterminé par les paramètres suivants :

- Un taux sans risque de 6,2% ;
 - Un taux de rendement moyen du marché de 12% ;
 - Un bêta désendetté de 1 ;
- soit un WACC de 11,14%

Pour la détermination de la valeur terminale, il a été utilisé un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

(mD)	Valeur globale	Prix par action
Goodwill	26 862	10,912
Capacité bénéficiaire	26 366	10,711
DCF	29 530	11,996
Moyenne	27 586	11,207

La moyenne des trois méthodes fait ressortir une capitalisation de 27,6MD soit une valeur par action de 11,207 dinars.

8- Prix proposé et recommandation

Le prix proposé est de 10 Dinars, soit une décote de 10,8% par rapport à la moyenne des méthodes.

Avec un prix d'introduction de 10D (5D de nominal et 5D de prime d'émission), le titre est valorisé à 82,8 fois les bénéfices de 2011 et 28,3 fois ceux estimés pour 2012 : une valorisation que nous jugeons chère par rapport à l'ensemble du marché. Cette surcote par rapport au marché se justifie par le fait que la société est en cours de restructuration et d'assainissement financier et qui ne commenceront à porter leurs fruits qu'à partir de 2013. En effet et sur la base des bénéfices de 2013, le titre se valorise à 12,3x .

Nous recommandons de souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen terme.