

**ETUDE TPR: UNE VALEUR  
QUI SURFE SUR LA  
CONJONCTURE ET  
CONTINUE D'INVESTIR**

### Points clés

- En 2023, opérant dans un contexte opérationnel local difficile, marqué par un secteur du bâtiment en berne, l'extrudeur d'aluminium a affiché des revenus stables par rapport à 2022. Le chiffre d'affaires du groupe s'est monté à 288MDt, soit une légère progression annuelle de +1,1%. Tirant profit du contexte baissier du cours international de l'aluminium en 2023, l'extrudeur a témoigné d'une notable amélioration de sa rentabilité. Le taux de marge brute s'est bonifié de 4,6 points de pourcentage à 36,1 %. Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 4 points de pourcentage à 21,4 %. Le résultat net consolidé part du groupe de l'extrudeur d'aluminium s'est hissé de 42,7 % à 41,3 MDt. Le taux de marge nette a pris 4,2 points de pourcentage à 14,4 %.
- Selon le management du groupe TPR, le résultat net attendu de la société mère passera de 29 MDt en 2023 à 33 MDt en 2024. Le management de TPR embrasse l'avenir avec beaucoup d'optimisme, au vu des perspectives prometteuses qu'offre le marché de la Libye et du potentiel de croissance du marché algérien. De même, l'entrée en exploitation des deux nouvelles entités augmenterait sensiblement la capacité de production du groupe à partir de 2026 et augurerait de nouvelles perspectives de croissance pour le groupe.
- L'Assemblée Générale Ordinaire du 28 mai 2024 a décidé de distribuer un dividende de 0,400 Dt au titre de l'exercice 2023, soit un rendement en dividende en 2023 de 7,1 %. La date de distribution a été fixée pour le 20 juin 2024.
- Valorisé à 282,5 MDt, soit un PER 2024e de 6,3x et un VE/EBITDA 2024e de 4,1x, le titre TPR affiche encore un niveau de valorisation attrayant, nettement inférieur à celui de ses pairs internationaux. La poursuite de la croissance du groupe nous pousse à réitérer notre opinion à «l'Achat» sur le titre TPR.

### I- Présentation du groupe TPR

- Créée en 1977, Tunisie Profilé d'Aluminium est actuellement l'unique producteur tunisien de profilés d'aluminium. Les profilés sont utilisés principalement dans le bâtiment (réalisation de façades vitrées, aménagements intérieurs, portes coulissantes, fenêtres...). La société appartient au groupe BAYAHI, un des groupes privés les plus diversifiés en Tunisie, présent dans l'agroalimentaire (SICAM), la distribution (Magasin Général), la finance (ATB, Llyod), la gestion de parkings (TPS), l'industrie (SOTUVER)...etc. La société dispose de deux sites de production (à Mégrine et à Saint Gobain), d'une capacité de production totale de 20000 tonnes/an. Elle détient sa propre gamme 'TPR' (déposée à l'INNORPI et qui représente 80% des ventes) mais développe également des profilés 'personnalisés' pour le compte de 'gammistes' extérieurs (un produit sur mesure).
- Malgré la prolifération de la contrefaçon et de l'importation illégale dans le pays, TPR continue à occuper une position de leader avec une part de marché variant entre 55 % et 60 % fruit d'une qualité de produits inégalée et reconnue par les professionnels.
- Le groupe TPR est bien positionné sur les marchés exports, particulièrement européens qui lui offrent un contexte de change favorable. Le groupe ne néglige pas non plus les marchés maghrébins (l'Algérie notamment) sur lesquels il profite d'une notoriété historique. Le marché export, constitue à la fois un relais de croissance et un moyen pour se prémunir contre le risque de change.
- D'une simple société industrielle, TPR est devenue en quelques années un groupe de profilés, intégré en amont et en aval. Une physionomie fruit d'une stratégie de croissance externe matérialisée par la création de onze filiales, dont principalement: - **Alufond** (créée en 2010- investissement de 3MDt). Il s'agit d'une fonderie située à Jbel El Ouest permettant de recycler les déchets d'aluminium; **Alucolor** (créée en 2013 - investissement de 1MDt). La société est spécialisée dans le traitement de surfaces.

### Actionnariat (au 31.12.2023)

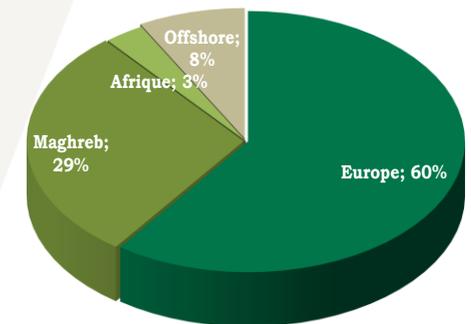
COMPAGNIE FINANCIÈRE D'INVESTISSEMENT *	37%
Famille BAYAHI	36%
LLOYD TUNISIEN	9%
Autres actionnaires	18%

\* La holding familiale du groupe BAYAHI

Cours (au 27.05.2024): 5,650 Dt

Recommandation: Acheter (+)

### Répartition des ventes à l'export de la société TPR en 2023



**Lavaal International** (créée en 2012 - investissement de 0,9MDt). Implantée en Italie et spécialisée dans la fabrication d'accessoires en aluminium; **Metecnal** (créée en 2013 - investissement de 2,3MDt) : implantée en Italie, cette société est spécialisée dans la fabrication d'accessoires pour l'industrie des fluides; **Profal Maghreb** (créée en 2008 - investissement de 7,3MDt. « LE » projet phare du groupe TPR et la raison même de son introduction en Bourse en 2007. Profal Maghreb est une duplication de la société mère sur le marché algérien (extrusion d'aluminium). Profal Maghreb a démarré ses activités courant 2015. Juridiquement constituée en 2008, cette filiale a échappé à la réglementation algérienne plafonnant la participation des étrangers à 51% du capital. Profal Maghreb est, en effet, détenue à 100% par la maison mère.

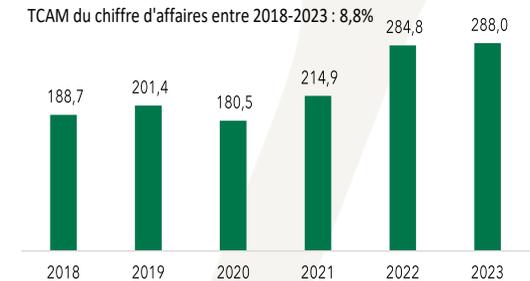
- C courant 2020, trois nouvelles entités ont été créées à savoir: - **TPR Glass**: spécialisée dans la transformation et le traitement des verres plats. - **TPR Color**: spécialisée dans le traitement de surface des profilés d'aluminium, - **TPR Anodal**: spécialisée dans le traitement de surface par anodisation. **Uniquement, la société TPR Glass a été opérationnelle depuis 2022. L'entrée en exploitation des deux autres entités de traitement de surface et d'anodisation ( TPR Anodal et TPR Color) a pris du retard en raison de problèmes fonciers qui ont duré 3 ans. Le président du conseil d'administration a précisé que ces problèmes ont été résolus et que ces deux entités seront opérationnelles courant le deuxième semestre de 2026. L'investissement dans ces deux entités, coûterait la somme de 40MDt et permettrait d'avoir une capacité de production équivalente à celle de la société mère TPR en termes de traitement de surface. Certaines activités de TPR seront redéployées vers ce nouveau site sis à Béja.**

## II- Faits et éléments saillants en 2023

### 1- Des revenus stables

- En 2023, opérant dans un contexte local opérationnel difficile, marqué par un secteur du bâtiment en berne, l'extrudeur d'aluminium a affiché des revenus quasiment stables par rapport à 2022. Le chiffre d'affaires du groupe s'est monté à 288 MDt, soit une légère progression annuelle de 1,1 %. Cette modeste croissance traduit une baisse des ventes locales (-5,3 % à 122,8 MDt) et une amélioration des ventes à l'export (+6,5 % à 156,2 MDt).
- En 2023, le groupe TPR a poursuivi ses efforts de renforcement des ventes à l'export, ayant représenté 57,3 % du chiffre d'affaires total du groupe contre 54,7 % du chiffre d'affaires un an auparavant. Des ventes réalisées essentiellement sur les marchés européens (60 % des ventes à l'export) à forte valeur ajoutée et le marché algérien (36,3% des ventes à l'export). En effet, les marges à l'export sont immunisées notamment que les prix de vente sont indexés au cours du LME, ce qui n'est pas le cas pour les prix de vente sur le marché local.
- Le management de TPR a précisé que la filiale algérienne Profal Maghreb est devenue un acteur de référence en Algérie et ce en dépit de l'existence de 11 opérateurs concurrents. En 2024, Profal Maghreb a réalisé un chiffre d'affaires de 60 MDt et un résultat net de 13 MDt, soit une marge nette de 21,6%. Le management a précisé que la filiale possède une structure de coût inférieure à celle de la maison mère, notamment qu'elle bénéficie de son support technique. Le président du conseil d'administration a exprimé sa confiance quant à l'évolution de l'activité sur le marché algérien, notamment que les produits TPR bénéficient d'une bonne notoriété.

### Evolution du chiffre d'affaires du groupe TPR (en MDt)

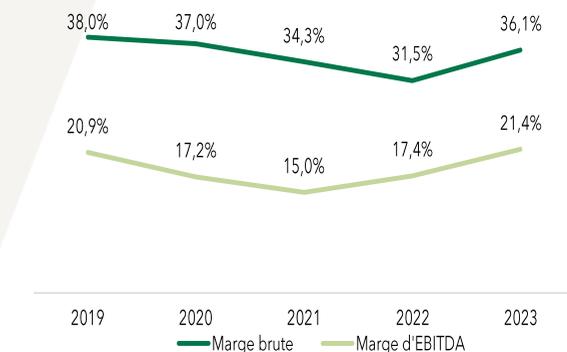


### Evolution du prix de l'aluminium LME ( \$/tonne)



Source : LME.

### Evolution du taux de marge brute et de la marge d'EBITDA consolidées de TPR



## 2- Des marges en nette amélioration

- Tirant profit du contexte baissier du cours international de l'aluminium en 2023, l'extrudeur a témoigné d'une notable amélioration de sa rentabilité. La marge brute de l'extrudeur s'est hissée de 15,7 % franchissant, ainsi, pour la première fois, la barre de 100 MDt pour s'établir à 103,9 MDt, et ce, grâce à la baisse du cours international de l'aluminium. Le groupe a, en effet, vu le coût de ses achats consommés chuter de 21% courant 2023. Ainsi, le taux de marge brute s'est bonifié de 4,6 points de pourcentage à 36,1 %. La marge d'EBITDA s'est établie à 61,5 MDt, en nette progression de 24,1 %. Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 4 points de pourcentage à 21,4 %.
- En 2023, porté par l'amélioration des marges, le résultat net consolidé part du groupe de l'extrudeur d'aluminium s'est hissé de 42,7 % à 41,3 MDt. Le taux de marge nette a pris de 4,2 points de pourcentage pour s'établir à 14,4 %. Le ROE consolidé du groupe a augmenté de 6 points de pourcentage à 27,3 %.

## 3- Une assise financière solide

- Comme à l'accoutumé, le groupe TPR affiche une assise financière solide. En 2023, la dette nette du groupe s'est retrouvée en territoire négatif, s'établissant à -23,5 MDt contre une dette nette positive de 20,3 MDt à fin 2022. En 2023, le groupe a témoigné d'une baisse de 7,4 % son besoin en fonds de roulement à 114,6 MDt et ce grâce essentiellement à la baisse du coût des achats consommés. Le BFR reste maîtrisé, représentant 39,8 % du chiffre d'affaires contre 43,5 % en 2022.

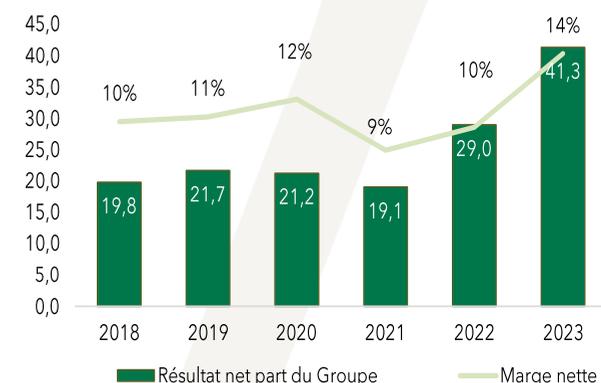
## 4- Une génération de cash-flow en nette amélioration

- A fin 2023, alimenté par l'amélioration de la profitabilité de l'extrudeur et la baisse du besoin en fonds de roulement, le groupe a connu une notable amélioration de son flux d'exploitation, s'élevant à 67,3 MDt, contre uniquement 2,5 MDt une année auparavant et 7,5 MDt en 2021. Le ratio CFO/EBITDA s'est établi enfin à un niveau acceptable, passant de 0,1x en 2022 à 1,1x en 2023. En 2023, le Free Cash Flow a été positif de 61,2 MDt contre un FCF négatif de -17,1 MDt une année auparavant.

## III. Perspectives et Opinion de TUNISIE VALEURS

- En 2023, l'extrudeur d'aluminium a tiré profit de la baisse du cours de l'aluminium pour afficher un niveau de rentabilité inédit et ce malgré la décélération de la croissance des ventes locales au vu d'un secteur immobilier en berne.
- A fin avril 2024, le chiffre d'affaires de la société TPR s'est replié de 3% à 63,7MDt. Ce repli traduit une baisse des ventes à l'export de -19% à 22,2 MDt et une amélioration de 9 % des ventes sur le marché local à 41,5 MDt.
- Selon le management du groupe TPR, le résultat net attendu de la société mère passera de 29 MDt en 2023 à 33MDt en 2024. Le management de TPR embrasse l'avenir avec beaucoup d'optimisme, au vu des perspectives prometteuses qu'offre le marché de la Libye et du potentiel de croissance du marché algérien. De même l'entrée en exploitation des deux nouvelles entités TPR COLOR et TPR ANODAL augmenterait sensiblement la capacité de production du groupe en termes de traitement de surface à partir du deuxième semestre de 2026 et augurerait de nouvelles perspectives de croissance pour le groupe.

### Evolution du résultat net part du groupe (en MDt) et de la marge nette part du groupe



### Evolution de la situation en cash du groupe TPR ( 2018-2023)

En MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Flux d'exploitation	6,6	13,3	42,0	7,5	2,5	67,3
CFO/EBITDA	0,2	0,3	1,4	0,2	0,1	1,1
Free Cash Flow	-1,6	14,3	37,4	2,6	-17,1	61,2

### Principaux agrégats financiers consolidés du roupe TPR ( 2018-2023)

En MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BFR	101,8	118,4	95,3	89,2	123,8	114,6
BFR/CA	54,0%	58,8%	52,8%	41,5%	43,5%	39,8%
Variation du BFR	19,7	16,6	-23,1	-6,1	34,6	-9,2
Investissements	-8,2	1,0	-4,6	-4,9	-19,7	-6,1
Dette nette	49,2	46,9	3,2	-9,0	20,3	-23,5
Gearing	43,5%	38,2%	2,3%	-6,2%	12,6%	-12,2%
ROE	21,9%	21,6%	18,8%	15,7%	21,3%	27,3%

- En 2024, pour ce qui est des chiffres consolidés, nous nous attendons une croissance plus modérée de 10% du chiffre d'affaires pour s'établir à 316,8MDt. Le résultat net devrait, quant à lui, se situer aux alentours de 44,9MDt, selon nos estimations, soit une marge nette quasi-stable de 14,2%.
- En Bourse, le titre TPR continue d'avoir le vent en poupe. Saluant les bonnes réalisations de l'industriel, le cours de l'action de l'extrudeur s'est hissé de 13,7 % depuis le début de l'année.
- L'Assemblée Générale Ordinaire du 28 mai 2024 a décidé de distribuer un dividende de 0,400 Dt au titre de l'exercice 2023, soit un rendement en dividende en 2023 de 7,1 %. La date de distribution a été fixée pour le 20 juin 2024.
- Valorisé à 282,5 MDt, soit un PER2024e de 6,3x et un VE/EBITDA 2024e de 4,1x, le titre TPR affiche encore un niveau de valorisation attrayant, nettement inférieur à celui de ses pairs internationaux. La poursuite de la croissance du groupe nous pousse à réitérer notre opinion à «l'Achat» sur le titre TPR.

### Etats financiers consolidés de TPR

Chiffres consolidés (En MDt)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>188,7</b>	<b>201,4</b>	<b>180,5</b>	<b>214,9</b>	<b>284,8</b>	<b>288,0</b>	<b>316,8</b>
Variation	-	7%	-10,4%	19,1%	32,5%	1,1%	10,0%
dont local	116,7	107,1	102,6	96,0	129,7	122,8	140,1
Variation	-	-8%	-4,2%	-6,5%	35,1%	-5,3%	14,0%
dont export	72,0	94,3	77,9	118,9	155,1	165,2	176,7
Variation	-	31%	-17,4%	52,7%	30,4%	6,5%	7,0%
<b>Marge brute</b>	<b>58,8</b>	<b>76,5</b>	<b>66,8</b>	<b>73,7</b>	<b>89,8</b>	<b>103,9</b>	<b>114,3</b>
Taux de marge brute	31,1%	38,0%	37,0%	34,3%	31,5%	36,1%	36,1%
<b>EBITDA</b>	<b>28,6</b>	<b>42,1</b>	<b>31,1</b>	<b>32,1</b>	<b>49,5</b>	<b>61,5</b>	<b>68,1</b>
Variation	-	47%	-26,1%	3,4%	54,1%	24,1%	10,7%
Marge d'EBITDA	15%	20,9%	17,2%	15,0%	17,4%	21,4%	21,5%
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>19,8</b>	<b>21,7</b>	<b>21,2</b>	<b>19,1</b>	<b>29,0</b>	<b>41,3</b>	<b>44,9</b>
Variation	-	9%	-2,1%	-10,2%	52,0%	42,7%	8,7%
Marge nette	10%	10,8%	11,8%	8,9%	10,2%	14,4%	14,2%

### Les comparables boursiers internationaux de TPR

Société	Pays	VE /Ventes 2024e (x)	VE/EBITDA 2024e (x)	PE/2024e (x)
TPR	Tunisie	0,9	4,1	6,3
Aluminium du Maroc	Maroc	0,8	7,7	31,9
National Aluminium Co., Ltd.	Inde	2,1	11,0	20,1
Nippon Light Metal Holding Co....	Japon	0,5	6,9	15,2
Yunnan Aluminium Co., Ltd.	Chine	1,1	6,7	10,8
Hindalco Industries Limited	Inde	0,9	8,2	15,1
Moyenne des pairs	-	1,1	8,1	18,6

\* Indicateurs calculés sur la base du cours boursier au 27 mai 2024.

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.

**AVERTISSEMENT** : Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de TUNISIE VALEURS à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant, TUNISIE VALEURS ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient-elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'actions.

Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation.