

## Acheter

## Un groupe qui tient bon face à la crise

Leader sur le marché, TPR est devenu en quelques années un groupe intégré dans l'industrie des profilés aluminium. Une nouvelle physionomie - fruit d'une stratégie de croissance externe - dont le but est d'ancrer le positionnement de la marque sur le marché local et de se distinguer davantage sur les marchés étrangers.

Sur la période écoulée, les résultats du groupe ont été assez mitigés sur fonds de ralentissement économique, de hausse des matières premières et d'efforts d'investissement non encore rentabilisés. Le groupe n'a pas pour autant perdu sa solidité, son bilan demeure sain et à faible levier financier.

L'année 2015 marque le démarrage de la filiale algérienne - Profal Maghreb - et ce, après sept longues années de retard. Un timing qui favorise le positionnement sur le titre d'autant plus que la valorisation actuelle occulte le potentiel de cette jeune société (P/E 2016e de 12.3x). Le rendement du titre TPR est également intéressant (yield de 5.4%) pour un groupe industriel qui investit régulièrement dans des projets de croissance. **Nous recommandons le titre à l'achat.**

### ■ Présentation du Groupe TPR :

TPR est spécialisée dans la production de profilés d'aluminium, un produit destiné essentiellement au secteur du bâtiment (menuiserie, aménagements intérieurs, revêtements de façades...) mais couvre également des besoins dans le secteur industriel (transport, télécom, solaire...).

Malgré la prolifération de la contrefaçon et des importations illégales dans le pays, TPR continue - tant bien que mal - à occuper une position de leader avec une part de marché de 70%. Une résistance fruit d'une qualité de produits inégalée et largement reconnue par les professionnels.

Le groupe TPR est bien positionné sur les marchés export (où il écoule près de 40% de son CA), 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.

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 dynamique qui s'est matérialisée par la création de diverses filiales :

- **Alufond** (créée en 2010 - investissement de 3 MDT) : il s'agit d'une fonderie située à Jbel El Ouest permettant de recycler les déchets d'aluminium et d'améliorer les marges;
- **Alucolor** (créée en 2013 - investissement de 1 MDT) : la société est en phase d'installation à Mdjez el Bab, elle est spécialisée dans le traitement de surfaces,
- **Lavaal International** (créée en 2012 - investissement de 0.9 MDT) : société implantée en Italie, spécialisée dans la fabrication d'accessoires en aluminium;
- **Metecnal** (créée en 2013 - investissement de 2.3 MDT) : deuxième filiale implantée en Italie, cette société est spécialisée dans la fabrication d'accessoires pour l'industrie des fluides;
- **Profal Maghreb** (créée en 2008 - investissement de 7.3 MDT) : c'est sans doute « 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). Après sept longues années de retard, Profal Maghreb a fini pas démarrer 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.

● **Prix** : 4.250 DT

● **Capitalisation Boursière** :

191 MDT

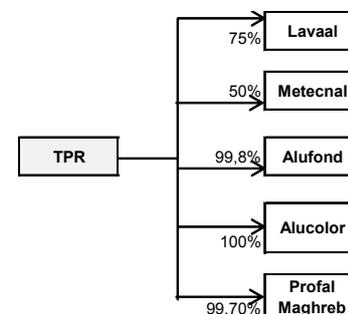
	TPR / Marché	
PER 2015e	15,4	12,7
PER 2016e	12,3	12,4
P/B 2014	2,0	2,2
Yield 2015e	5,4%	3,2%
Performance <sub>YTD</sub>	-1,2%	10%
ROE 2014	12%	

### Actionnariat :

Famille Bayahi : 75%

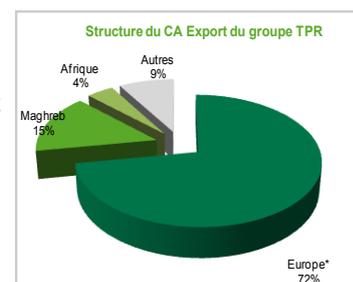
Public: 25%

### Périmètre du groupe TPR



Toutes ces filiales sont consolidées selon la méthode

**Une croissance externe qui a donné naissance à un groupe de profilés intégré en amont et en aval**



\* Le groupe dessert l'Europe via la société mère et les deux filiales italiennes : Lavaal et Metecnal.

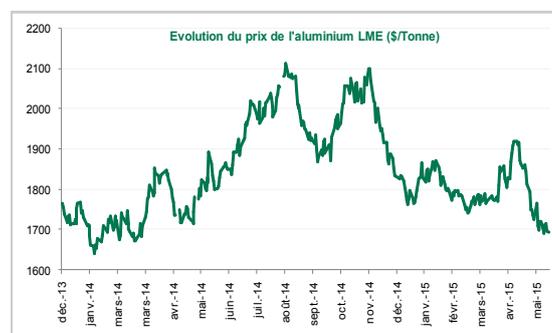
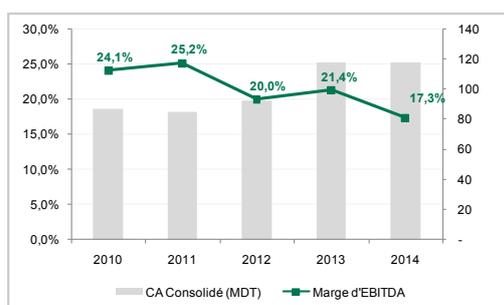
## ■ Analyse financière du Groupe TPR

L'élargissement du périmètre de TPR oblige évidemment l'analyse des comptes consolidés du groupe. Ces derniers ont été assez mitigés sur la période écoulée (2010-2014) sous la succession de plusieurs facteurs négatifs :

- Une demande locale affectée par un secteur BTP post révolution en berne (+5% par an)
- Une stagnation des exportations face à une Europe en crise;
- Une marge brute effritée (-3 points de taux entre 2010 et 2014) suite à l'appréciation du Dollar et à la hausse du prix de l'aluminium qui, à l'image de la plupart des « *commodities* », a atteint des pics en 2014;
- Et *last but not least*, une hausse importante des charges opérationnelles (salaires + frais divers). Celle-ci est particulièrement remarquable au niveau de Lavaal. Implantée en Italie, cette filiale souffre d'une structure de charges relativement lourde (salaires, énergie, infrastructure...). Situation qui sera rétablie par la délocalisation de la société en Tunisie avant la fin de l'année 2015, selon le management.

Tous ces éléments ont exercé une pression sur les niveaux de rentabilité du groupe TPR qui a vu sa marge d'EBITDA baisser de près de 7 points en quatre ans (à 17% en 2014 contre 24% en 2010). A son plus bas niveau historique, ce niveau s'affiche néanmoins supérieur à des sociétés étrangères comparables (15% pour Aluminium du Maroc par exemple).

Evolution du CA et de la marge d'EBITDA



Source : www.ems-power.com

Sur le plan financier, le groupe TPR affiche une situation financière solide, fortifiée davantage en 2007 suite à l'augmentation de capital réalisée dans le cadre de l'introduction en Bourse. Une levée de fonds de 20 MDT destinée à financer deux unités industrielles, en Libye et en Algérie. Entre temps, seule la filiale algérienne a vu le jour ce qui a permis le groupe de conserver un matelas de trésorerie confortable à même de lui permettre de saisir des opportunités capitalistiques et de rémunérer généreusement ses actionnaires (payout moyen de 70%).

L'exception à relever au titre de l'exercice 2014 est cependant la baisse - relative - de la trésorerie. Habituellement génératrice de cash flow, TPR a dû constituer - à juste titre - un stock important de billets en fin d'année pour profiter de l'accalmie des prix sur les marchés internationaux. Le groupe a dû puiser dans sa trésorerie pour financer cet actif ce qui explique l'augmentation - relative - de son endettement (dette nette de 8 MDT à fin 2014, soit 9% des fonds propres). L'année 2015 devrait connaître une normalisation du BFR et par conséquent de la trésorerie.

## ■ Prévisions 2015 et Perspectives d'avenir :

L'année 2015 s'annonce assez mitigée avec, d'un côté, une demande bridée qui souffre du marché informel et, de l'autre, une facture d'aluminium 'soulagée' comparativement à l'année précédente. Nous tablons sur un chiffre d'affaires consolidé de 125 MDT (+6%) et un résultat net de 12.4 MDT. Ce niveau de rentabilité sera plombé par PROFAL Maghreb qui enregistrera un déficit d'environ 1MDT pour sa première année d'exploitation.

Au-delà de 2015, les perspectives de croissance de TPR ne peuvent être que meilleures avec le démarrage de la filiale algérienne. La taille du marché algérien des profilés est estimée à 45 000 tonnes par an soit 2 fois et demi le marché tunisien avec un potentiel significatif compte tenu du fort déficit en logement et du programme d'investissement immobilier projeté dans le pays.

Actuellement le tiers des besoins de ce marché est importé, principalement de Chine dont la qualité ne fait nullement concurrence aux produits TPR. Le nouvel entrant « PROFAL Maghreb » aura certainement une place à prendre sur ce grand marché, la marque TPR étant déjà connue sur le marché algérien puisque le groupe y est présent par ses exportations depuis les années 80. Jouant la carte de la prudence, le management table sur une part de marché de 8% d'ici 2019.

Au-delà de l'Algérie, la rentabilité du groupe devrait tirer profit de l'équilibre des filiales italiennes ainsi que des économies de coût générées suite au fonctionnement à plein régime de la fonderie.

Par ailleurs, confirmant son appétit pour l'international, le management s'est montré, lors de la dernière AGO, très intéressé par le marché africain et qu'à ce titre, la réflexion sur de probables implantations industrielles en Afrique était en cours. Affaire à suivre...

La problématique énergétique demeure néanmoins une de nos préoccupations, à l'image d'autres industries tunisiennes énergivores. A ce jour, le calendrier du démantèlement de la subvention énergétique n'est pas encore clair mais nous estimons son impact sur les comptes de TPR relativement contenu, inférieur à 2 points de marge dans un scénario extrémiste.

Néanmoins, le groupe a entamé des réflexions - élargies à toutes les sociétés de la famille BAYAHI - pour développer des sources d'énergie alternatives (cogénération, photovoltaïque...). En tout état de cause, dans un environnement plus hostile pour les industriels de l'aluminium, TPR serait sans doute celle qui s'en sortirait le mieux comparativement aux autres 'petites' structures artisanales.

Tous les éléments exposés ci-dessus se traduiraient de manière chiffrée par une croissance annuelle de 10% des ventes sur la période 2015-2019 et de 18% de l'EBITDA. Des résultats qui devraient appuyer la justesse des choix stratégiques du management tout au long de ces dernières années.

## ■ Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Fortement prisé par les investisseurs pour son 'histoire maghrébine', TPR a connu un vif succès au moment de son introduction en bourse et est devenue, en l'espace de quelques mois, un des titres phares de la cote. L'intérêt était particulièrement vif chez les investisseurs étrangers, à qui il a été alloué 70% de l'OPF à l'époque - et qui voyaient dans TPR un moyen de s'exposer sur des marchés porteurs mais difficiles d'accès (la Libye et l'Algérie).

La société se trouve aujourd'hui boudée pour avoir répétitivement retardé ses projets d'expansion. L'aventure 'maghrébine' a fini par lasser les investisseurs, la sanction s'est surtout fait sentir lors de la crise financière de l'été 2008 où TPR a été parmi les plus grands perdants avec la 'fuite' des capitaux étrangers. Depuis cette période, l'action est restée à des P/E relativement faibles par rapport à ses pics historiques (PER de 24x en juin 2008). Aussi, depuis cette correction, le cours boursier n'a plus intégré le projet d'expansion en Algérie se contentant de refléter 'l'activité tunisienne' stricto sensu.

Aujourd'hui, la donne est bien différente. Avec le démarrage concret de Profal Maghreb, le positionnement sur la valeur devient d'actualité. Le groupe traite aujourd'hui 15.4x ses bénéfices estimés de 2015 et 12.3x ses résultats 2016. Des niveaux attrayants compte tenu du potentiel de croissance latent sur le marché algérien. Le rendement en dividendes est également attrayant (5.4%) pour une valeur industrielle qui investit régulièrement dans des projets de développement.

**Nous recommandons le titre à l'achat.**

### Prévisions de Tunisie Valeurs

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Chiffre d'affaires	117 784	117 852	124 894	143 871	161 536
Variation		0%	6%	15%	12%
<b>Marge brute</b>	<b>41 270</b>	<b>39 123</b>	<b>43 725</b>	<b>52 002</b>	<b>59 277</b>
Taux de marge brute	35,0%	33,2%	35,0%	36,1%	36,7%
Charges de personnel	11 894	14 173	15 023	16 225	17 361
Autres charges d'exploitation	4 957	5 466	5 794	6 373	6 756
<b>EBITDA</b>	<b>25 156</b>	<b>20 424</b>	<b>23 408</b>	<b>29 903</b>	<b>35 660</b>
Marge d'EBITDA	21,4%	17,3%	18,7%	20,8%	22,1%
Amortissements	5 031	5 512	6 133	8 163	9 362
Frais financiers nets	- 879	- 931	- 1 435	- 1 940	- 2 547
Impôts	4 155	3 727	3 485	4 356	5 225
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>14 892</b>	<b>10 596</b>	<b>12 442</b>	<b>15 532</b>	<b>18 616</b>
Variation		-29%	17%	25%	20%
Marge nette	12,6%	8,9%	9,9%	10,7%	11,5%

### Département Recherches & Etudes

Rym GARGOURI BEN HAMADOU  
Lilia KAMOUN TURKI  
Aicha MOKADDEM  
Hamza BEN TAARIT

Tel : 71 189 600

[www.tunisievaleurs.com](http://www.tunisievaleurs.com)