

Compte de résultat consolidé

En MDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Chiffre d'affaires	154,4	188,7	201,4	180,5	214,9	240,7
Variation	21%	22%	7%	-10%	19%	12%
dont local	95,4	116,7	127,6	121,2	153,0	163,7
Variation	21%	22%	9%	-5%	26%	7%
dont export	59,0	72,0	73,8	59,3	61,9	77,0
Variation	21%	22%	2%	-20%	4%	24%
Marge brute	50,3	58,8	76,5	66,8	73,7	84,2
Taux de marge brute	32,6%	31,1%	38,0%	37,0%	34,3%	35,0%
EBITDA	27,0	28,6	42,1	31,1	32,1	39,5
Variation	22%	6%	47%	-26%	3%	23%
Marge d'EBITDA	17%	15%	21%	17%	15%	16%
Résultat net part du groupe	15,0	19,8	21,7	21,2	19,1	24,8
Variation	60%	32%	9%	-2%	-10%	30%
Marge nette	10%	10%	11%	12%	9%	10%

Sources: Etats financiers consolidés de TPR et prévisions de TPR et de Tunisie Valeurs.

- L'année 2021 a été marquée par une forte reprise de l'activité sur le marché local et une stabilité des ventes à l'export. Cependant, la rentabilité de l'extrudeur a été mise à rude épreuve en raison du renchérissement du prix international de l'aluminium.
- TPR a su remonter la pente en 2021, affichant un chiffre d'affaires record. Les revenus du groupe ont bondi de 19,1% à 214,9MDt. Toutefois, le Bottom line s'est inscrit en retrait de -10,2% à 19,1MDt. Un retrait expliqué par la baisse des marges et l'aggravation des charges financières nettes.
- 2022 s'annonce sous de meilleurs auspices. Nous nous attendons à un chiffre d'affaires en amélioration de 12% à 240MDt grâce à une forte croissance attendue et déjà amorcée des ventes à l'export. En 2022, le management s'attend à un résultat net de 25MDt, en forte hausse de 30% comparé à 2021.
- Au titre de 2021, l'AGO a décidé de distribuer un dividende de 0,300Dt (un rendement en dividendes attractif de 7,1%), distribuable à partir du 27 Juillet 2022.
- Le groupe affiche aujourd'hui des niveaux de valorisation attractifs (un PE2022e de 8,6x et un EV/EBITDA 2020 de 5,5x). La reprise attendue des ventes à l'export, la distribution généreuse du titre et ses niveaux de valorisation attractifs, sont les principaux atouts de l'extrudeur. La baisse des prix de l'aluminium à l'échelle internationale, entamée depuis mars 2022, de nature à améliorer la rentabilité du groupe, nous pousse à réitérer notre recommandation à « l'achat » sur le titre. .

Prix : 4,240 Dt

Achat

Actionnariat

CFI :	39%
Famille BAYAHI:	36%
LLOYD Tunisien :	9%
Public:	16%

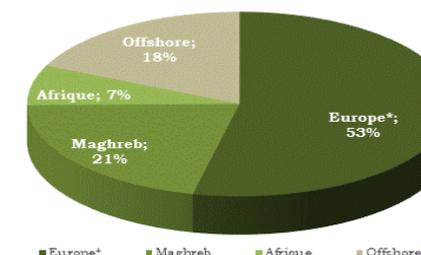
Capitalisation boursière: 212 MDt

Ratios boursiers:

PER 2022e:	8,6x
VE/EBITDA 2022e:	5,5x
Yield 2022	7,1%
ROE 2021:	15,7%
Performance 2022:	-3,2%

* Données au 16/06/2022

Répartition géographique des ventes à l'export



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, GIAN), la distribution (Promogro), la finance (ATB, Llyod), la gestion de parkings (TPS), l'industrie (Sotuver)...etc. La société dispose de deux sites de production (Mégrine et Saint Gobain), d'une capacité de production totale de 20.000 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 de 70%, fruit d'une qualité de produits inégalée et reconnue par les professionnels.

▪ Le groupe TPR est bien positionné sur les marchés export 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 contrer l'étroitesse du marché local.

▪ 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 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.

- **Alucolor** (créée en 2013 - investissement de 1 MDt). La société est spécialisée dans le traitement de surfaces.

- **Lavaal International** (créée en 2012 - investissement de 0,9 MDt). Implantée en Italie et spécialisée dans la fabrication d'accessoires en aluminium.

- **Metecnal** (créée en 2013 - investissement de 2,3 MDT) : 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. « 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 de TPR.

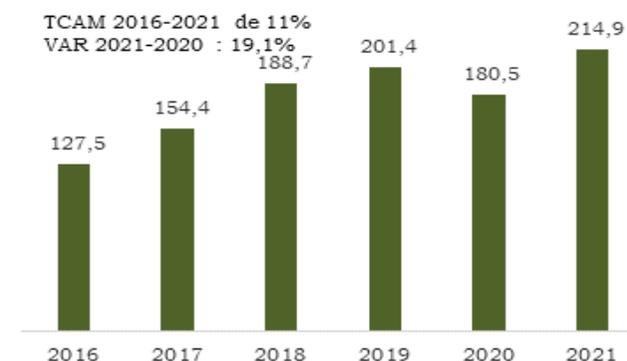
- **TPR Anodal**: spécialisée dans le traitement de surface par anodisation.

II- Faits & éléments saillants en 2021

1- L'activité remonte la pente

▪ En dépit du contexte économique tumultueux et d'un secteur de bâtiment en crise, l'extrudeur a su remonter la pente en 2021, affichant un chiffre d'affaires record. Les revenus du groupe ont bondi de 19,1% à 214,9MDt. cette hausse trouve son origine dans le renforcement des ventes sur le marché local (+ 26% à 153MDt). Les ventes à l'export, quant à eux, n'ont progressé que de 4% pour s'établir à 61,9MDt. En effet, le management a précisé que TPR, suite à une panne de sa troisième machine extrusion, a dû travailler pendant quatre mois et demi avec deux machines uniquement et privilégier, ainsi, sa clientèle locale. A fin 2021, l'export n'a représenté que 28,8% du chiffre d'affaires du groupe, réalisé essentiellement sur le marché algérien et les marchés européens à très forte valeur ajoutée. 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.

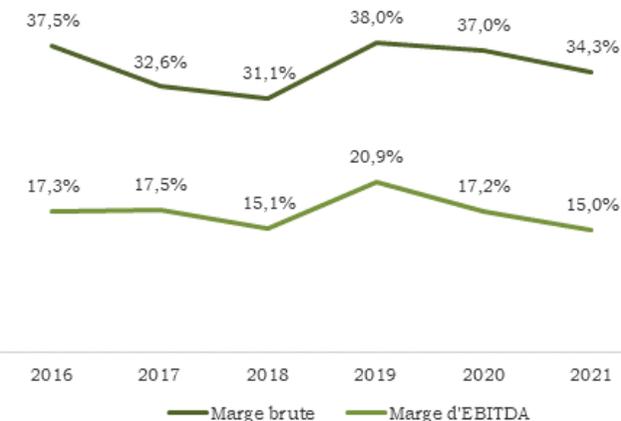
Evolution du chiffre d'affaires du groupe (En MDt)



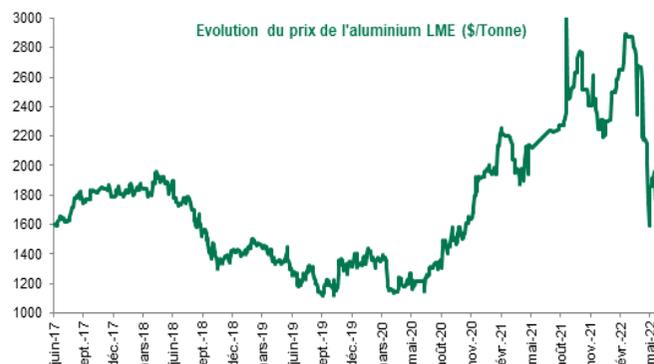
2- Une profitabilité altérée par la hausse des cours de l'aluminium

À fin 2021, la marge brute de l'extrudeur a augmenté de 10,4% à 73,7MDt, une hausse moins importante que celle du chiffre d'affaires en raison de la hausse du cours international de l'aluminium. Ainsi le taux de marge brute a perdu 2,7 points de pourcentage à 34,3%. La marge d'EBITDA s'est établie à 32,1MDt, en légère progression de 3% en raison de la hausse des autres charges d'exploitation. La marge d'EBITDA a lâché 2 points de pourcentage à 15%.

Evolution de la marge brute et de la marge

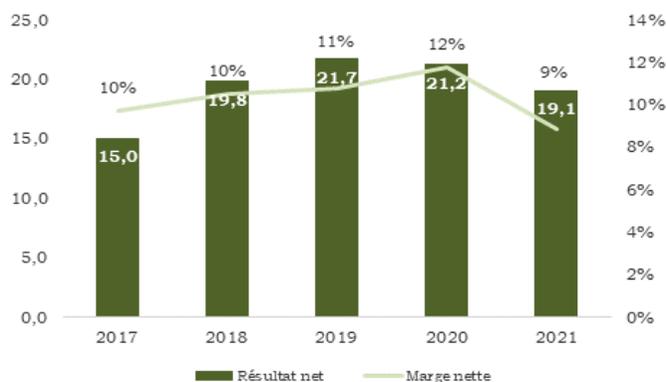


Evolution du cours de l'aluminium



Le Bottom Line s'est inscrit en retrait de -10,2% à 19,1MDt. Un retrait expliqué par la baisse des marges et l'aggravation des charges financières nettes (+57,4% à 8,7MDt). La marge nette du groupe a perdu 2,9 points de pourcentage à 8,9%. L'unification de la charge d'imposition à l'IS à 15% a permis au groupe de réduire sa charge fiscale.

Evolution du résultat net 2016-2021



3- Une assise financière saine

Sur le plan financier, le groupe TPR affiche une structure financière solide. La dette nette du groupe demeure faible s'établissant à 10,2MDt à fin 2021, soit un gearing maîtrisé de 6,9%. En 2022, le groupe a affiché une hausse de son besoin en fond de roulement de 13MDt et ce suite à la forte reprise de l'activité en 2021. Le BFR demeure maîtrisé, représentant 50% du chiffre d'affaires contre 53% en 2020 grâce à des délais fournisseurs et clients plutôt maîtrisés.

4- Une génération de cash affaiblie

À fin 2021, la baisse de la profitabilité et la hausse du besoin en fond de roulement du groupe a tiré vers le bas le flux d'exploitation du groupe, qui s'est établi à 7,5MDt contre 42MDt une année

auparavant. Le ratio CFO/EBITDA est passé de 1,4x à 0,2x.

Evolution de la structure financière du groupe TPR

En MDt	2018	2019	2020	2021
BFR	101,8	118,4	95,3	108,4
BFR/CA	54,0%	58,8%	52,8%	50,4%
Variation du BFR	19,7	16,6	-23,1	13,1
Investissements	-8,2	1,0	-4,6	-4,9
Dette nette	49,2	46,9	3,2	10,2
Gearing	43,5%	38,2%	2,3%	6,9%
ROE	21,9%	21,6%	18,8%	15,7%

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

III- Perspectives d'avenir & prévisions

Après une année 2021 marquée par une forte reprise de l'activité sur le marché local, mais également par une profitabilité à rude épreuve en raison du renchérissement du prix international de l'aluminium, les perspectives de l'année en cours s'annoncent meilleures. En effet, le management s'attend à une forte croissance des ventes à l'export, annonçant des ventes de l'ordre de 77MDt, d'ici la fin de l'année. Une croissance qui a déjà été amorcée courant les cinq premiers mois de l'année en cours. A fin mai 2022, le chiffre d'affaires à l'export du groupe s'est établi à 44MDt. En 2022, nous nous attendons également à un essoufflement de la tendance haussière du prix international de l'aluminium, ce qui devrait profiter aux marges du groupe.

- En 2022, nous nous attendons à un chiffre d'affaires en amélioration de 12% à 240MDt porté par l'amélioration du chiffre d'affaires à l'export. Le management table sur un résultat net de 25MDt, en forte hausse de 30% comparé à 2021.

- En effet, les trois filiales (TPR Glass, TPR Color, TPR Anodal), nouvellement créées, sont entrées en exploitation dès le début de 2022 et serviront à améliorer le taux d'intégration vertical du groupe et à amortir la hausse des coûts des intrants. La baisse du prix de l'aluminium sur le marché international, constatée depuis mars 2022, est de nature à améliorer la profitabilité du groupe.

IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- En bourse, l'extrudeur peine, en 2022, à retrouver des couleurs. Le titre affiche une contre performance de 3,2% depuis le début d'année. Rappelons que le titre a clôturé l'année précédente sur une performance positive de +12,53%.

- Avec une capitalisation de 212MDt, TPR traite à 8,6x ses bénéfices et 5,5x son EBITDA attendus en 2022, un niveau de valorisation intéressant, proche de celui de ses pairs, qui n'occulte pas le niveau de rentabilité supérieur chez notre extrudeur Tunisien. La distribution généreuse du titre, offrant un rendement en dividendes de 7,1% en 2021, augmente l'attractivité du titre.

- La baisse des prix de l'aluminium à l'échelle internationale, entamée depuis mars 2022, de nature à améliorer la profitabilité du groupe, nous pousse à réitérer notre recommandons à « **l'achat** » sur le titre.

Echantillon de comparables régionaux

Société	Pays	VE /Ventes 2022e (x)	VE/EBITDA 2022e (x)	PE/2022e (x)	Marge d'EBITDA 2021 (%)	Marge nette 2021(%)
TPR	Tunisie	0,9	5,5	8,6	15,0%	8,9%
Aluminium du Maroc	Maroc	1,2	10,9	10,1	13,8	1,6
National Aluminium Co., Ltd.	Inde	0,9	3,5	5,9	20,6	14,5
Nippon Light Metal Holding Co....	Japon	0,4	4,7	6,2	9,1	3,4
Yunnan Aluminium Co., Ltd.	Chine	1,0	4,8	7,2	22,2	8,1
Hindalco Industries Limited	Inde	0,6	4,4	6,2	15,0	7,0
Mediane des pairs	-	0,9	4,7	6,2	15,0	7,0

Source: Infineals et Tunisie Valeurs

*« La reprise attendue des ventes à l'export, la distribution généreuse du titre et ses niveaux de valorisation attractifs, sont les principaux atouts de l'extrudeur. La baisse des prix de l'aluminium à l'échelle internationale, entamée depuis mars 2022, de nature à améliorer la profitabilité du groupe, nous pousse à réitérer notre recommandons à « **l'achat** » pour le titre.*