

Company Preview

OTH « Thinking Glocal »

OTH – Acheter – Cours Cible : 8.9 Dt (+ 19.1% vs cours boursier actuel)

- Inscrivant l'innovation et la technologie au cœur de son développement, One Tech est l'un des plus grands et des plus anciens groupes tunisiens, qui se dote d'une capacité importante à répondre aux besoins spécifiques de ses clients internationaux.
- Grâce à sa technicité et sa gestion rigoureuse, le groupe a réussi au fil des années à coopérer avec des multinationales et à consolider sa position sur les marchés internationaux. 80% de son chiffre d'affaires sont réalisés à l'export et principalement vers l'Europe (69%).
- Stratégiquement l'objectif du groupe est de passer du statut de sous-traitant pour les secteurs automobiles, industriels et aéronautique au rang de **fournisseur de premier rang** de modules complets et intelligents, avec des softwares embarqués pour les grands donneurs d'ordre dans tous les secteurs et tout en diversifiant sa couverture géographique.
- Pour être au diapason des évolutions technologiques et des nouveaux mouvements commerciaux qui sont en train de s'organiser autour de la régionalisation de l'approvisionnement, le groupe tunisien OTH compte bien s'implanter dans la zone Euro pour se rapprocher de ses principaux clients et profiter de l'important projet européen de dédoublement de la production des semi-conducteurs (de 10 à 20% de part de marché avec une enveloppe d'investissement de 20 Milliards d'Euros).
- Après une année 2020 difficile où l'activité a été à l'arrêt pendant 2 mois, où le marché mondial de l'automobile a connu une baisse drastique et où la supply-Chain a connu des perturbations importantes, le groupe a renoué en 2021 avec la hausse. Pour 2022, le management reste optimiste avec un carnet de commandes déjà rempli et table sur des revenus de plus de 1 025 Mdt et un RNPG de plus de 42 Mdt. Cela dit, la pénurie des puces semi-conductrices et les perturbations des supply-chain auprès des clients finaux pourrait retarder les livraisons.
- Fondamentalement solide, avec un management de qualité reconnue, jouissant d'une bonne réputation, et tourné vers l'international avec une orientation technologique de pointe, nous restons convaincus que le groupe OTH dispose de forts atouts pour être une des valeurs les plus solides de la Bourse de Tunis et dont les perspectives sont prometteuses.

Données Générales

Cours (Dt) 13/06/2022	7.55
Cours Cible (Dt)	8.9
Potentiel	19.1%
Capitalisation boursière (Mdt)	607.2
Cours moyen pondéré sur 1 an (Dt)	10.98
Plus haut sur 1 an (Dt)	9.243
Plus bas sur 1 an (Dt)	7.371
Volume quotidien moyen depuis 1 an (kDt)	98.82

En Mdt	2020	2021	2022e
Chiffre d'affaires	718,6	905,1	1 025,6
EBITDA	56,3	84,9	108,7
EBIT	30,6	51,9	69,1
Résultat Net PG	19,8	30,7	42,5
VE/CA	1,0	0,8	0,7
VE/EBITDA	12,3	8,2	6,4
P/E	30,7	19,7	14,3
P/BV	1,6	1,5	1,5
Dividend Yield	3,3%	3,0%	3,5%

Cours boursier



Performance Boursière	YTD	3m	12m
OTH	-12.44%	-7.21%	-3.23%
Tunindex	4.3%	4.1%	-0.3%

Opinion et Valorisation

Sur la base du cours actuel, OTH s'échange à des multiples EV/CA et EV/EBITDA 2022^e de 0.7x et 6.4x respectivement, des niveaux relativement bas eu égard aux niveaux auxquels traitent ses peers internationaux, soit 1.23x et 9.2x. Nous **estimons donc que le titre est actuellement sous-valorisé et recommandons de l'ACHETER avec un objectif de cours de 8.9Dt (vs. 7.55 Dt le 13/06/2022), correspondant à un potentiel de hausse de 19.1%.**

Notre optimisme sur la valeur se justifie notamment par un potentiel de croissance provenant du segment mécatronique qui reste le moteur de croissance du groupe. D'ailleurs, les investissements réalisés ces dernières années ont pour but ultime de renforcer la capacité de ce segment et de suivre les évolutions technologiques dans le domaine. De plus, le groupe se prépare lui-même aux défis futurs de l'industrie 4.0 en investissant dans la refonte de son système d'information pour mieux maîtriser son métier et être plus proche de ses clients et fournisseurs pour une meilleure compétitivité. Au-delà de sa présence industrielle locale, le groupe s'inscrit dans une logique de « Glocalisation » pour suivre les mouvements de ses clients qui préconisent une régionalisation de leurs approvisionnement. Ainsi le groupe ambitionne de s'implanter en Europe, son marché principal, à travers des acquisitions pour mieux se rapprocher de ses clients finaux. Ce développement au-delà des frontières permettrait aussi au groupe tunisien de profiter de l'important projet européen de dédoublement de la production des semi-conducteurs (de 10 à 20% de part de marché avec une enveloppe d'investissement de 20 Milliards d'Euros). Un projet ambitieux qui permettrait à la zone Euro de maintenir sa souveraineté technologique.

PRESENTATION DU GROUPE One Tech

1- Aperçu général

One Tech est un groupe de sociétés industrielles fondé par Monsieur Moncef Sellami, un ancien banquier, qui a démarré sa première initiative dans le monde privé en 1978 avec la création de la société Tunisie Câbles, installée à Grombalia.

Bien conçue, bien installée et bien gérée, l'unité industrielle s'est développée rapidement. Le commencement fût donc par les câbles d'énergie (l'électricité), puis les télécommunications pour se poursuivre, à présent, par l'électronique.

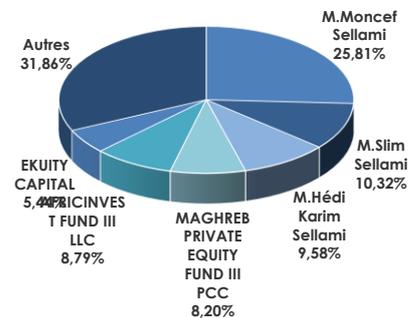
Tour à tour voient le jour 9 autres sociétés spécialisées et complémentaires, bâties avec des partenaires de référence. En effet, le développement du groupe a constamment été réalisé avec des partenaires industriels de premier ordre de dimension internationale et ce dans un double objectif : (1) Assurer et consolider le transfert de technologie et (2) Conquérir les donneurs d'ordre internationaux et se créer une position commerciale pérenne sur les marchés difficiles à l'entrée compte tenu de leurs exigences technologiques. Parmi les partenaires phares du groupe on peut citer Prysmian (leader mondial des câbles et systèmes d'énergie et communication), Elemaster (leader italien dans le domaine de l'assemblage électronique) et également SFI (filiale de la banque mondiale) partenaire financier du groupe.

Aujourd'hui, One Tech est un acteur de taille dans le secteur de l'industrie électrique et mécanique. Le groupe jouit d'une bonne réputation aussi bien sur le marché local qu'à l'international en relation avec la qualité de ses produits mais aussi du concept « one stop shop ». Dans la fabrication de cartes de circuits imprimés, OTH a la position de monopole sur le continent africain.

Structure de l'actionnariat

La famille Sellami, reste le principal actionnaire de OTH détenant 45.7% du capital. Trois fonds d'investissement, à savoir Maghreb Private Equity Fund III, Africainvest Fund III et Ekuity Capital détiennent ensemble 22.4% du capital et le reste, soit 31.9% est du capital flottant.

Le capital social de OTH s'élève actuellement à 80.4 millions de dinars divisé en 80 400 000 actions d'une valeur nominale de 1DT.



2- Les métiers du groupe OTH

Le groupe One Tech opère aujourd'hui sur des métiers qui ont pour socle commun un contenu technologique. One Tech Holding apporte des solutions dans trois principaux domaines, à savoir la câblerie, la mécatronique et les télécoms. Ses prestations couvrent ainsi toute la chaîne de valeur : ingénierie, conception, production, formation. Son offre est unique par son étendue et les services qui lui sont rattachés.

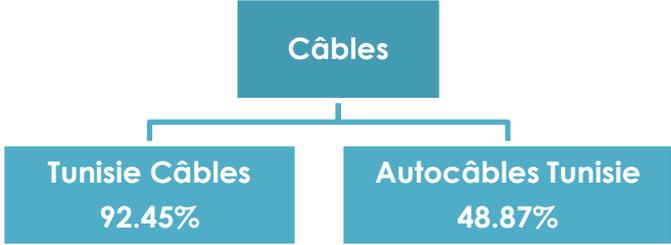


2.1 Câbles

Créé en 1978 en partenariat avec General Cable Riva (GCR), le pôle câblerie reste le métier historique du groupe qui allie sa maturité dans ce domaine à une dynamique et une volonté de croissance continue.

Leader dans leur secteur, les entreprises de la division câble ont allié la montée en puissance de la production à l'expertise technologique pour répondre à l'évolution des besoins du marché. Cette maîtrise technologique, permet au

groupe OTH d'être l'un des plus grands fournisseurs de câbles électriques, automobiles et de données sur le marché tunisien et un acteur stratégique en Europe et en Afrique.



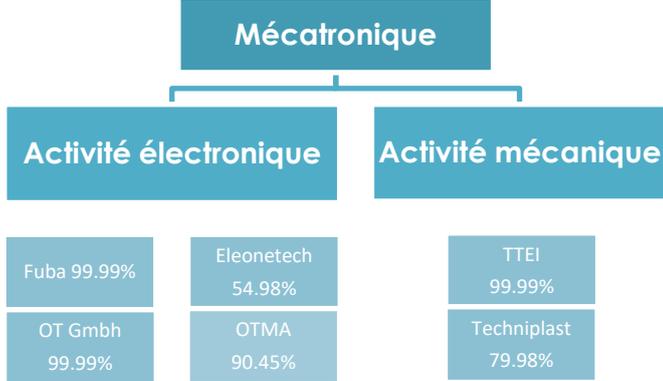
OTH opère dans ce domaine d'activité à travers deux entités : **Tunisie Câbles** pour l'énergie, les télécommunications et les câbles de données et **Autocâbles Tunisie** pour les câbles automobiles.

Tunisie Câbles est l'un des plus importants fournisseurs du marché tunisien et compte parmi sa clientèle les plus grandes entreprises nationales telles que la Steg, la Sncff, les Cimenteries, les Compagnies Pétrolières, etc. Elle est aussi de plus en plus présente sur les marchés africains et a réalisé une remarquable percée sur les marchés français, allemand et européen en général.

Autocâbles Tunisie, détenue à hauteur de 48,87% par OTH, est le fruit de la « joint-venture » entre le Groupe PRYSMIAN, un des leaders mondiaux dans l'industrie des câbles d'énergie et de télécommunications, et le groupe Onetech. AUTO CABLES TUNISIE a développé depuis 2001 ses activités de conception et de fabrication de câbles électriques pour le marché automobile, et compte aujourd'hui parmi ses clients de grandes marques européennes.

2.2 Mécatronique

Le groupe One Tech a étendu son effort d'innovation à la mécatronique qui allie l'électronique et la mécanique avec une présence importante dans le domaine automobile, l'aéronautique et l'industrie.



Le pôle mécatronique est divisé en deux grandes activités :

- **L'activité électronique** qui concerne la production des circuits imprimés (FUBA) et l'assemblage électronique (Eleontech)
- **L'activité mécanique** qui consiste dans l'assemblage électronique et mécanique, la connectique et le câblage filaire (TTE International) et l'injection plastique (Techniplast).

2.3 Telecom (TIC)

Mettant l'innovation au cœur de sa stratégie et le suivi technologique, le groupe One Tech a réussi à se positionner sur des activités de services à valeurs ajoutées et est devenu un des premiers intégrateurs leaders dans les solutions IT et Télécom en Tunisie. Dans le cadre de la transformation digitale, le groupe assure ainsi une offre complète qui va du conseil jusqu'à la mise en place et l'exploitation de solutions sur mesure. Cette activité est assurée par la société One Tech Business Solutions OTBS.

MAC SA- Département Analyses &Recherches

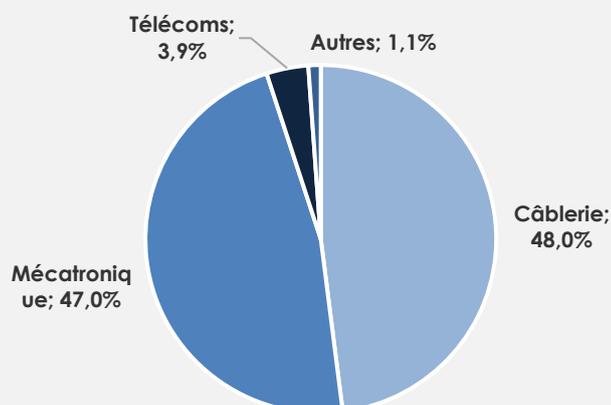
CHIFFRES CLÉS DU GROUPE

en millions de Dt	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TCAM 16_21	2022e	2023e
Chiffre d'affaires Consolidé	573,6	698,7	838,6	898,1	718,6	905,1	9,5%	1 025,6	1 183,9
<i>Variation</i>		<i>21,8%</i>	<i>20,0%</i>	<i>7,1%</i>	<i>-20,0%</i>	<i>26,0%</i>		<i>13,3%</i>	<i>15,4%</i>
EBITDA	59,3	71,4	91,0	77,5	56,3	84,9	7,4%	108,7	131,0
<i>Variation</i>		<i>20,4%</i>	<i>27,5%</i>	<i>-14,8%</i>	<i>-27,4%</i>	<i>50,9%</i>		<i>28,0%</i>	<i>20,6%</i>
Résultat Financier	0,7	5,2	7,0	12,3	1,0	4,7		-5,0	-5,0
<i>Variation</i>		<i>632,2%</i>	<i>34,7%</i>	<i>-275,3%</i>	<i>91,7%</i>	<i>361,9%</i>		<i>5,5%</i>	<i>0,0%</i>
Résultat des activités ordinaires avant impôt	38,6	55,2	72,6	36,2	30,4	49,2	5,0%	64,1	78,5
<i>Variation</i>		<i>43,0%</i>	<i>31,5%</i>	<i>-50,2%</i>	<i>-16,1%</i>	<i>62,1%</i>		<i>30,1%</i>	<i>22,6%</i>
Impôts sur les bénéfices	4,6	6,3	7,4	6,1	4,5	9,6	15,8%	10,9	13,3
Résultat Net Consolidé	30,5	48,6	65,6	30,2	25,5	39,4	5,3%	53,2	65,2
<i>Variation</i>		<i>59,6%</i>	<i>35,0%</i>	<i>-54,1%</i>	<i>-15,5%</i>	<i>54,6%</i>		<i>34,9%</i>	<i>22,6%</i>
Part des minoritaires	3,6	6,6	8,3	7,4	5,7	8,7	19,4%	10,6	13,0
Résultat Net Part du Groupe	26,9	42,0	57,3	22,7	19,8	30,7	2,7%	42,5	52,1
<i>Variation</i>		<i>56,3%</i>	<i>36,4%</i>	<i>-60,3%</i>	<i>-13,0%</i>	<i>55,5%</i>		<i>38,4%</i>	<i>22,6%</i>
Actifs économique									
Actifs immobilisés	165,5	180,5	214,4	216,2	231,1	238,0	7,5%	224,5	230,1
BFR	132,3	183,3	214,7	197,7	184,7	228,2	11,5%	252,9	285,3
Capitaux employés	297,9	363,8	429,2	413,9	415,9	466,2	9,4%	477,4	515,4
Capitaux Propres	289,0	320,3	370,3	378,5	382,7	405,1	7,0%	407,9	438,7
Endettement net	8,9	43,5	58,8	35,4	33,2	61,1	47,0%	69,6	76,7
Capitaux investis	297,9	363,8	429,2	413,9	415,9	466,2	9,4%	477,4	515,4
Investissements	33,2	39,5	41,5	30,3	36,9	31,1		41,9	40,0
Free Cash Flow	28,0	25,4	10,8	58,2	27,9	2,6		31,7	46,1
Dividendes	13,9	16,1	17,7	13,4	13,4	18,5		21,3	26,1
Taux de marge Brute	25,6%	25,7%	25,3%	23,9%	25,8%	25,4%		35,0%	36,0%
Taux de marge d'EBITDA	10,3%	10,2%	10,9%	8,6%	7,8%	9,4%		10,6%	11,1%
Taux de l'IS apparent	11,9%	11,4%	10,1%	16,9%	14,7%	19,5%		17,0%	17,0%
Taux de marge nette	4,7%	6,0%	6,8%	2,5%	2,8%	3,4%		4,1%	4,4%
ROE	10,3%	15,1%	18,3%	6,4%	5,4%	8,2%		11,6%	13,5%
ROIC	11,1%	12,1%	13,6%	9,6%	6,3%	9,0%		12,0%	13,5%
Gearing	3,1%	13,6%	15,9%	9,3%	8,7%	15,1%		17,1%	17,5%
Dette nette /EBITDA	0,2	0,6	0,6	0,5	0,6	0,7		0,6	0,6
Nombre de Titres (en millions)	53,6	53,6	53,6	53,6	53,6	80,4		80,4	80,4
BPA	0,33	0,52	0,71	0,28	0,25	0,38		0,53	0,65
BVPA	3,59	3,98	4,61	4,71	4,76	5,04		5,07	5,46
DPA	0,260	0,300	0,330	0,250	0,250	0,230		0,265	0,324

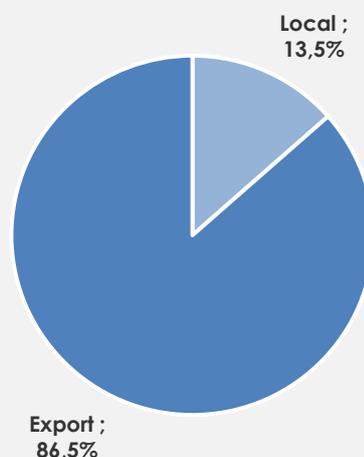
* sur la base des états financiers individuels

Source : Données OTH, MAC SA

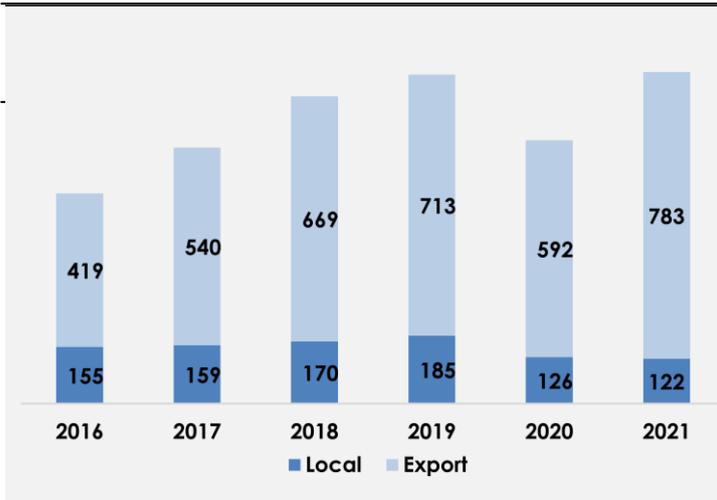
Graph 2. Répartition du CA par métier, 2021



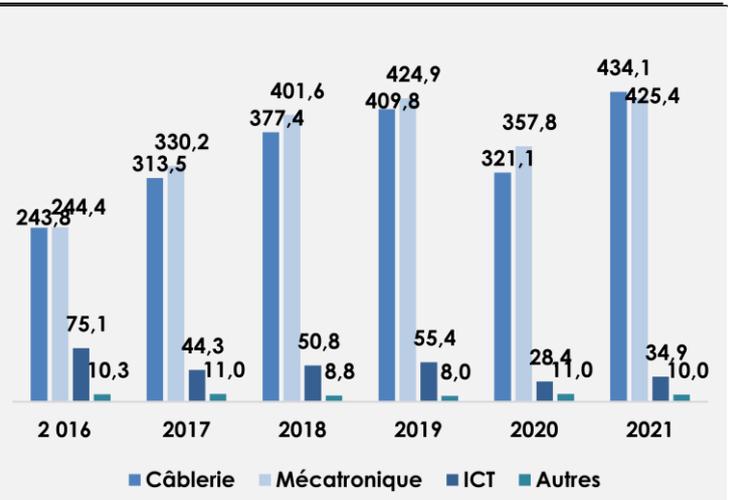
Graph 3. Répartition du CA par destination, 2021



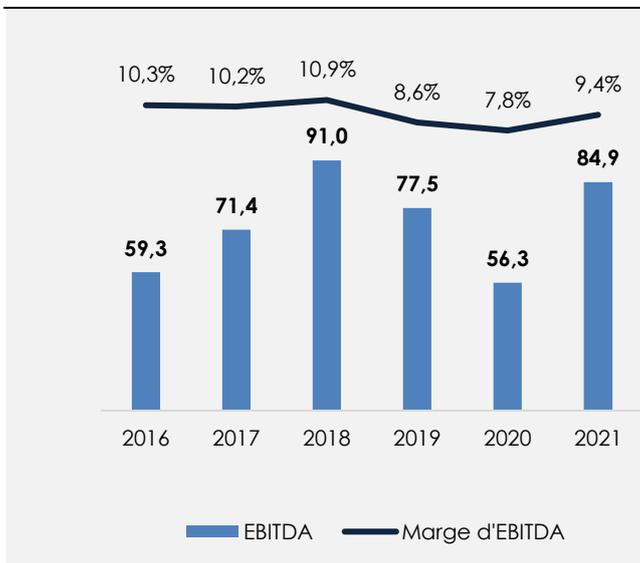
Graph 4. Evolution du Chiffre d'affaires Global, Mdt



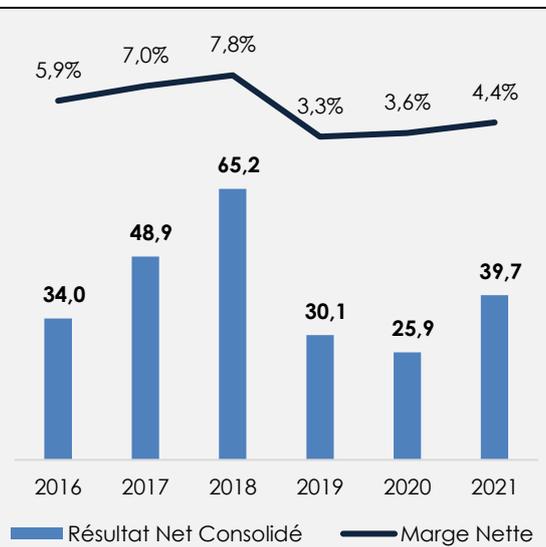
Graph 5. Evolution des revenus par métiers, Mdt



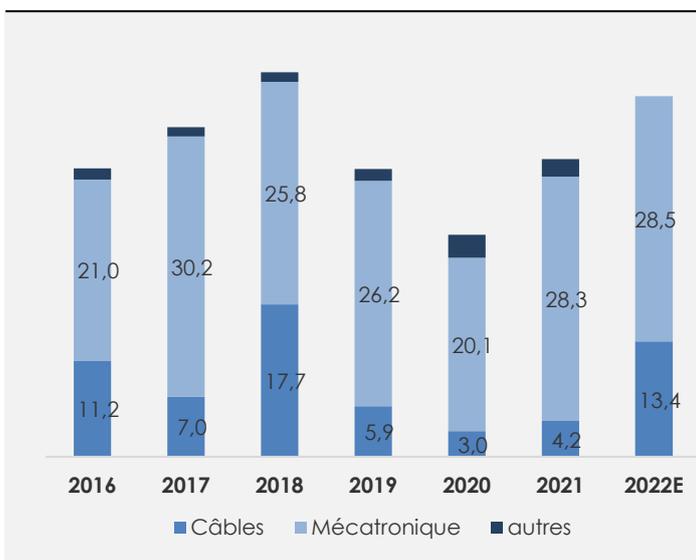
Graph 6. Evolution de l'EBITDA Consolidé, Mdt



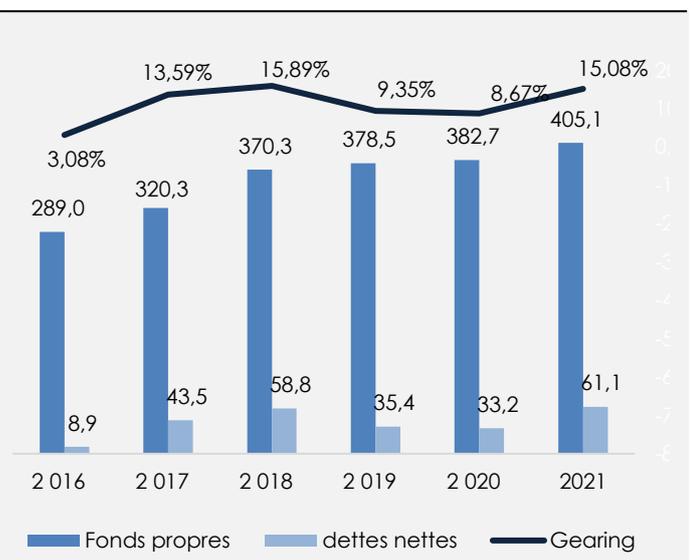
Graph 7. Evolution du résultat consolidé Mdt



Graph 8. Evolution des investissements, Mdt



Graph 9. Evolution de la structure financière



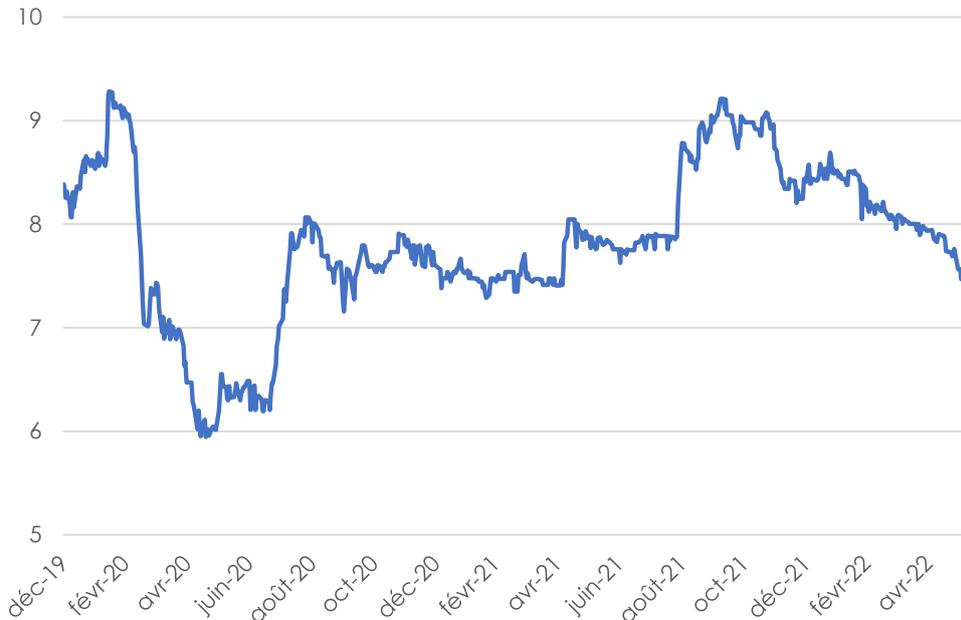
Analyse SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • Forte image de marque et bonne réputation sur les différents métiers aussi bien sur le marché local qu'export • Un portefeuille clients diversifié et de qualité : des multinationales et distributeurs de premier ordre. • Un nombre important de certifications et d'homologations clients et de partenariats stratégiques assurant un transfert technologique solide. • Un groupe financièrement solide • Une proximité géographique par rapport aux donneurs d'ordres. • Un management jeune, compétent et dynamique avec une politique soutenue de formation des RH. 	<ul style="list-style-type: none"> • Sensibilité accrue face à l'industrie automobile • Diversification régionale peu développée
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Fort potentiel de croissance notamment pour les secteurs Mécatronique et Télécoms • Le déploiement sur de nouveaux métiers à fortes valeurs ajoutées • L'usage accru de l'électronique dans diverses domaines (électroménager, automobile, domotique, etc...) • Le déploiement sur le marché européen pour profiter de la tendance de relocalisation des approvisionnements de ses clients en UE 	<ul style="list-style-type: none"> • Volatilité des prix de certaines matières premières tel que le cuivre, l'aluminium, etc • Forte concurrence de la part des pays asiatiques et de la Turquie • Des secteurs d'activité en mutation permanente nécessitant une veille technologique et stratégique accrue.

Performance du cours de l'action OTH

Le graphique suivant retrace le cours de l'action OTH depuis début 2019 et son évolution à ce jour(13/06/2022).

Graph 10. Evolution du cours OTH



Entre avril 2020 et octobre 2021, le cours d'OTH a été dans une tendance haussière après avoir atteint un plus bas de 5.94 Dt (19/05/2020) anticipant un très bon exercice 2021. Le cours s'est redressé pour atteindre un plus haut de 9.204 DT (13/10/2021), et depuis le titre a été dans une tendance baissière. Depuis cette date, le titre a perdu plus de 18% de sa valeur contre +2.8% pour le Tunindex à la même période.

Juin 2022

Bien que OTH soit aujourd'hui dans le top 10 des plus fortes capitalisations de la place (8ème), l'action n'a pas réussi à attirer l'attention des investisseurs et la valeur reste peu liquide. En 2022, et malgré les bonnes réalisations de 2021 et des performances attendues en 2022 en nette amélioration, l'action ne s'est pas mieux comportée et perd 10.22% depuis le début de l'année vs +4.30% pour le TUNINDEX(à la date du 13/06/2022).

Evolution de l'activité de OTH et prévisions

Les revenus générés par les différentes activités du groupe OTH ont augmenté en moyenne de 16.5% par an entre 2016-2019 pour atteindre 898.1 Mdt en 2019 grâce aux segments particulièrement florissants à savoir les câbles (+18.9% en moyenne/ an) et de la mécatronique (+20.3 % en moyenne/ an). L'année 2020 a été difficile pour le groupe à l'instar de l'ensemble des économies mondiales pénalisée par la crise du COVID 19 et les contraintes qui ont été imposées par cette pandémie (confinement, arrêt des chaînes de production, perturbation de chaînes d'approvisionnement, etc..).

En 2021, le groupe OTH a réussi à rebondir avec une croissance de 26% pour réaliser un chiffre d'affaires au-delà du niveau avant COVID 19 et en dépassement de 8.6% son budget 2021. En effet, le groupe OTH a réalisé **un chiffre d'affaires record de 905 Mdt** grâce à la forte reprise de l'export (+32.2%). Cette performance opérationnelle a démontré encore une fois la solidité et l'expertise du groupe, malgré la pénurie et la cherté de la matière première, le manque d'offre pour les semi-conducteurs et les fortes perturbations qu'a connues le transport international.

Historiquement, **l'activité Câbles** a été le cœur de métier du groupe, et fût le principal moteur de croissance depuis des années. L'activité câble a bénéficié du soutien du deuxième acteur mondial du câble « Prysmian » qui place One Tech à la pointe des technologies de fabrication de différents types de câbles (énergie, télécoms, industrie automobile). La plupart des ventes de ce segment est exportée (80%) principalement vers l'Europe. Seulement 20% des ventes sont destinées au marché domestique où OTH est un leader pour les câbles d'énergie et les câbles télécoms. Actuellement, ce segment est devenu « la vache à lait » du groupe générant un CA de 434,7 Mdt en 2021, soit 48% du CA consolidé et 46,2% du résultat net consolidé.

Depuis 2017, **l'activité mécatronique** est devenue le premier générateur de CA pour le groupe OTH mais aussi le premier moteur de croissance et de génération de marges. En 2021, sa contribution au CA consolidé a été de 47% (vs 49.8% en 2020) et plus de 57.4% au résultat net consolidé (22.6 mDt). Cette meilleure rentabilité de l'activité mécatronique provient de la consolidation de la stratégie du groupe qui favorise **le passage de profil de sous-traitant vers un créateur de modules électroniques**. Tout comme dans le câble, One Tech Group a noué des relations avec des investisseurs stratégiques étrangers (le leader italien de l'électronique Elemaster, le groupe français BSE, ainsi que le leader français de l'injection plastique TBI...) tout en coopérant avec de grandes multinationales comme Bosh, Magnetti Marelli, Siemens, Delphi, Lacroix, Legrand ...

L'activité mécatronique, divisé entre l'électronique et la mécanique, est fortement exposée au secteur automobile mondial et c'est ce qui a expliqué la baisse de 16% du CA mécatronique en 2020 en relation directe avec le repli de 16.9% de la production mondiale des véhicules particuliers et de 22.3% particulièrement en Europe. En 2021, le chiffre d'affaires du pôle mécatronique s'est élevé à 425,4 Millions de dinars, en augmentation de 18,7% par rapport à l'année 2020, et ce malgré la pénurie des semi-conducteurs et les difficultés logistiques qui ont touché ce secteur d'activité ; Selon le management, la performance aurait pu être plus importante notamment au courant du deuxième semestre 2021 étant donné les ruptures constatées sur certaines matières premières et la distorsion des chaînes de logistiques ;

Entre 2016 et 2021, One Tech Group a réalisé d'importants investissements dans ce segment (un peu plus de 151 Mdt) afin (1) d'augmenter sa capacité de production et d'atteindre une taille optimale lui permettant de devenir l'un des plus grands producteurs de cartes de circuits imprimés au monde et (2) de diversifier ses domaines d'activité par une diversification sélective qui cible les secteurs à fortes valeurs ajoutées tels que l'industrie, les chemins de fer, le médical... D'ailleurs, stratégiquement, le pôle de la mécatronique constitue à présent le pôle qui tire la croissance du groupe vers le haut et c'est sur ce pôle que le groupe capitalise le plus.

L'activité Télécom, qui reste le dernier né du groupe est actuellement composée de 4 sociétés et génère environ 4% du CA du groupe (soit 34.9 Mdt). À périmètre constant le pôle ICT, réalise une croissance significative des revenus (+23% quasiment en ligne avec le budget) malgré un marché en forte concurrence, et ce grâce à la grande performance commerciale réalisée en 2020;

La restructuration réussie de ce pôle, a été perceptible au niveau de l'EBITDA dégagé et qui est passé de 1.95 Mdt en 2019 à 3.3 Mdt en 2020 et 4.9 Mdt en 2021 soit un taux de marge d'EBITDA de 14% contre 6.5% pour l'activité des câbles et 12.8% pour la mécatronique. Au niveau du bottom line, ce segment affiche un résultat positif pour la troisième année consécutive avec un taux de marge nette de 5.7%, comparable à celui du pôle mécatronique (5.3%).

En 2022, le management du groupe reste optimiste avec un carnet de commandes déjà rempli et le groupe commence à recevoir les commandes de 2023. Cela dit, un brin de méfiance persiste à cause des pénuries sur le plan international pour les pièces électroniques et les semi-conducteurs qui provoquent des arrêts des chaînes de production des clients finaux de OTH, ce qui impliquerait des retards de livraison.

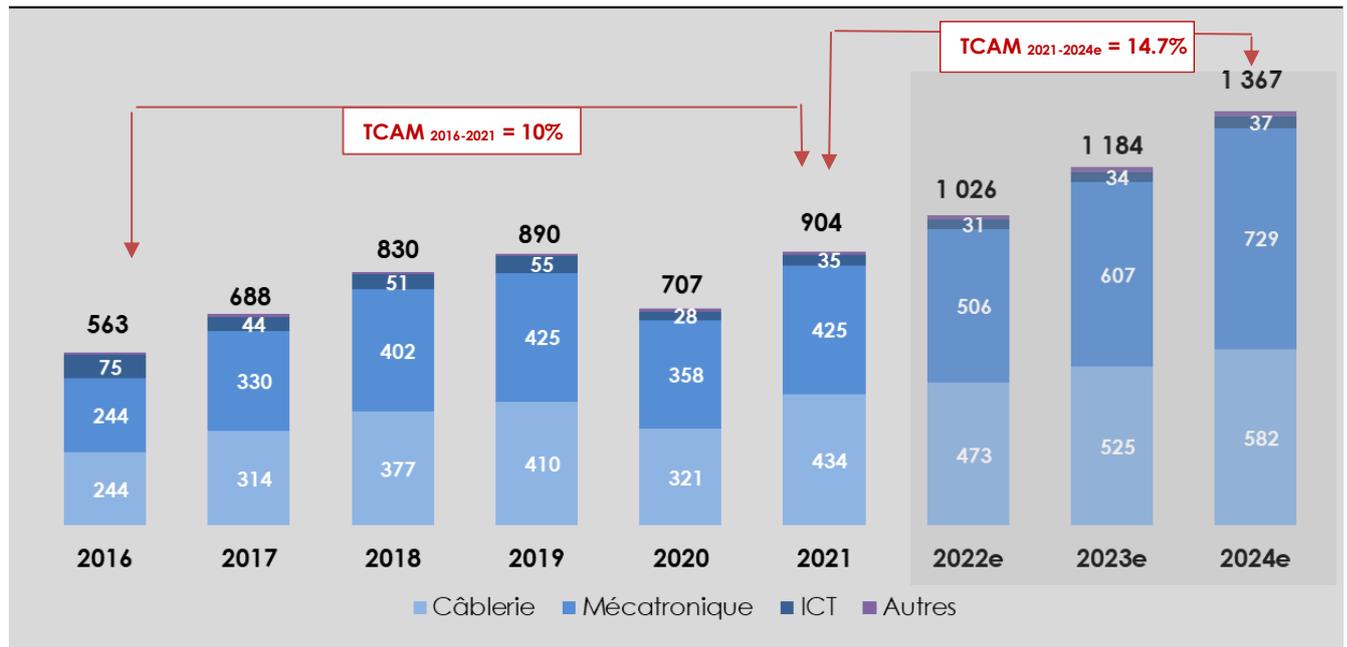
Pour 2022, nous pensons que ce rythme de croissance à deux chiffres devrait se maintenir notamment sur les marchés export aussi bien pour le pôle câble que la mécatronique malgré la poursuite de la pénurie des semi-conducteurs et la cherté des matières premières ainsi que les coûts de la logistique. OTH table sur un CA consolidé dépassant le seuil de 1025 Mdt soit une augmentation de 13% par rapport à 2021.

D'ailleurs, au premier trimestre 2022, One Tech a réalisé une forte performance au niveau de l'ensemble de ses pôles, enregistrant des revenus consolidés de 258 Mdt, soit une progression de 17,5% par rapport à la même période de 2021, tirée principalement par les exportations qui se sont accrues de 22,4%;

Le pôle câble connaît une forte croissance réalisant au 1T2022, un CA de 129,5 Mdt, en augmentation de 33,7% par rapport au 1T2021 provenant essentiellement de l'export qui a augmenté de 49 % ;

Le pôle mécatronique poursuit également sa progression qui reste tout de même freinée par la pénurie des semi-conducteurs et les difficultés logistiques qui touchent encore ce secteur d'activité. Le CA au 1T2022 du pôle a augmenté de 8.4% à 119,2 Mdt. Selon le management, compte tenu du carnet de commandes actuel les perspectives de croissance du pôle mécatronique restent intactes, eu égard au fait que l'ensemble des revenus projetés en 2022 font déjà l'objet d'intentions de commandes.

Graph 11. Evolution du chiffre d'affaires global (en Mdt)



Source : OTH, estimations MAC SA

Le groupe One Tech a toujours affiché une évolution positive des revenus, excepté en 2020 à cause de la situation sanitaire du COVID-19 et la crise économique mondiale engendrée. Les investissements réalisés notamment en mécatronique ainsi que la diversification, aussi bien produit que géographique, permettront au groupe de renouer toujours avec la croissance.

Selon nous, le chiffre d'affaires consolidé devrait enregistrer une croissance annuelle moyenne de 14.7% sur la période prévisionnelle 2021-2024^e, tiré principalement par :

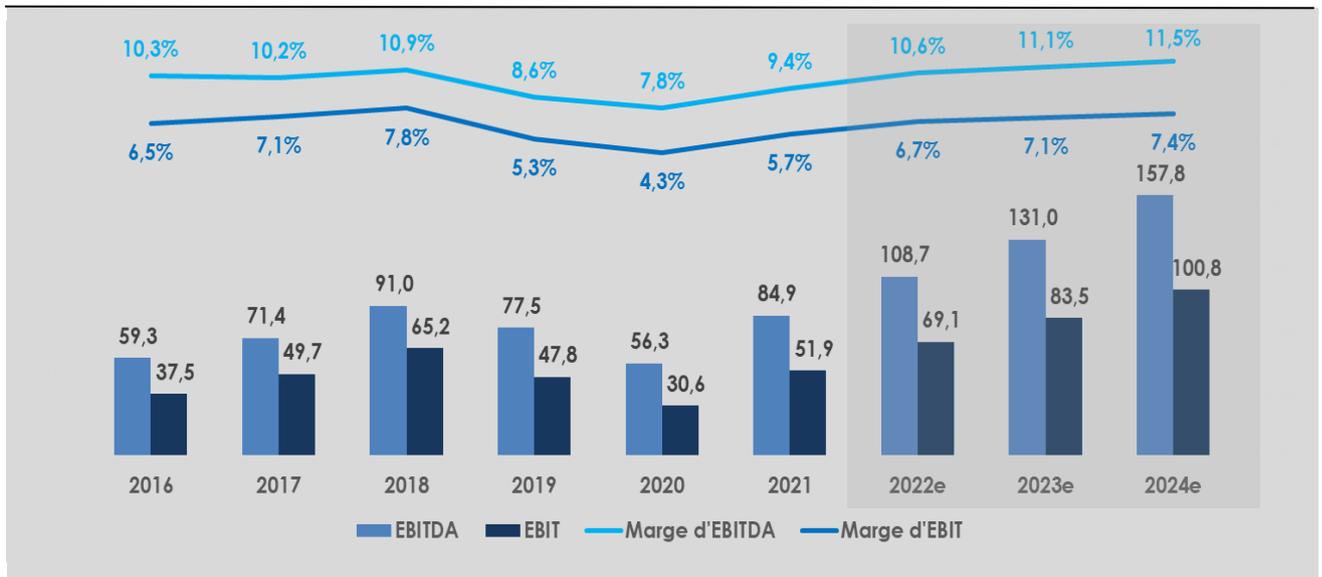
Une croissance annuelle moyenne de 19.6% pour le pôle mécatronique, qui devrait continuer de représenter la majorité des revenus de OTH, grâce notamment à la demande soutenue auprès des clients étrangers et le développement de nouveaux segments à savoir l'électroménager, la domotique, la médecine etc... Une croissance qui sera appuyée par l'intégration en amont de SOFIA Technologies qui assure un rôle de support et, design software et conception de propres produits. Une intégration qui assurerait au groupe une maîtrise parfaite du process offrant au client un service passant de la conception du produit à l'industrialisation finale.

D'ailleurs, le management de OTH capitalise fortement sur ce pôle qui offre des opportunités de développement assez importantes notamment en zone Euro. Pour être au diapason des évolutions technologiques et des nouveaux mouvements commerciaux qui sont en train de s'organiser autour de **la régionalisation de l'approvisionnement**, le groupe tunisien OTH compte bien s'implanter dans la zone Euro à travers des acquisitions locales pour se rapprocher de ses principaux clients et profiter de l'important projet européen « Chips Act Européen » de dédoublement de la production des semi-conducteurs (de 10 à 20% de part de marché avec une enveloppe d'investissement de 20 Milliards d'Euros). Un projet qui devrait impacter l'industrie électronique en général et maintenir la souveraineté technologique de l'UE.

Une croissance annuelle moyenne de 10% pour le pôle câbles grâce à la pénétration de nouveaux marchés, et la préservation des relations privilégiées avec ses clients historiques.

Le pôle câbles, qui est une activité de volumes, devrait rester la vache à lait du groupe mais avec une croissance plus lente que les années passées (TCAM 2021-2024^e de 10.3% vs 12.2% sur la période 2016-2021). Ainsi sa part dans le CA consolidé devrait passer de 48% en 2021 à 44% en 2024^e.

Graph 12 : Evolution de l'EBE et de la marge d'EBE sur la période 2015-2023^e (Mdt)



Source : OTH, estimations MAC SA

Parallèlement à la croissance de l'activité, et malgré la hausse des prix des matières premières notamment les métaux, le renchérissement du coûts de l'énergie, la pénurie des puces semi-conductrices et la variation des taux de change, OTH a réussi à préserver son niveau de marge brute (25.7% en 2017 et 25.4% en 2021). Cette consolidation de la marge est expliquée par une meilleure efficacité opérationnelle avec la baisse des rebus et des surconsommations, l'amélioration des efficacités industrielles et un meilleur mix produit, et l'augmentation du

sourcing Asiatique pour la Mécatronique. D'ailleurs, la part la plus importante (145,6 MDT) de la valeur ajoutée globale est créée au niveau de la Mécatronique, soit 63,4%.

Employant 4 610 personnes à fin 2021, la masse salariale pèse pour 10.74% du CA du groupe. Ce niveau est raisonnable puisque la plupart du personnel est hautement qualifié avec un taux d'encadrement de 31.5%.

Après avoir atteint près de 12% en 2020, le ratio masse salariale/revenus (à la suite de la baisse de l'activité), le ratio de productivité est revenu à 10.74% en 2021. Un niveau qui devait être maintenu autour de 10.5% dans les années à venir avec la reprise de l'activité et l'amélioration de la productivité.

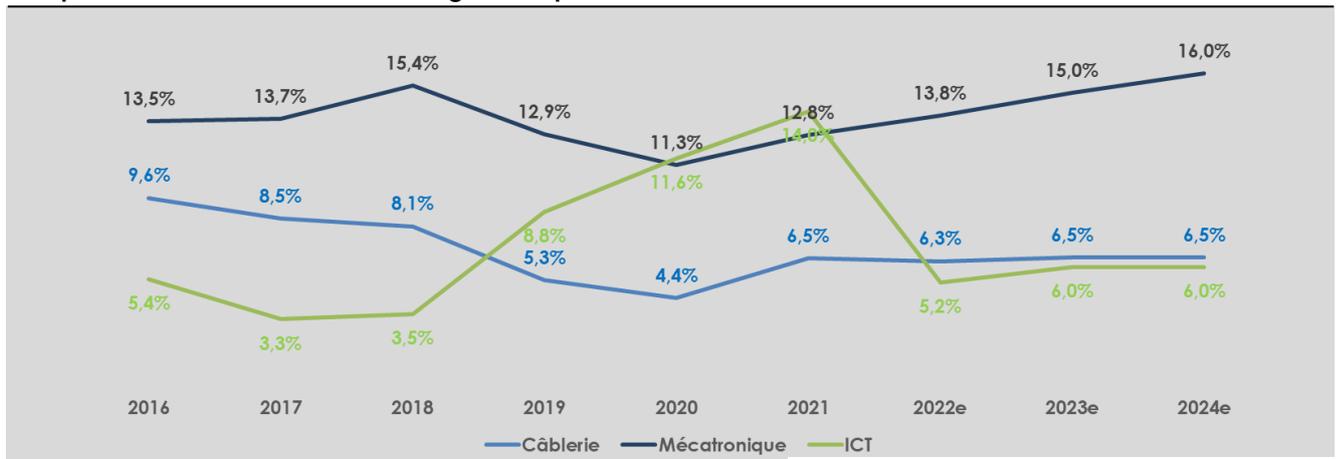
Cela dit, en termes de marge d'EBITDA, le groupe a connu durant 2019-2020 un fléchissement en relation avec la baisse de l'activité notamment en 2020 et ce malgré les efforts de maîtrise des charges opérée au 1S2020. En 2021, le taux de marge d'EBITDA a repris pour se situer à 9.4 % mais n'est pas encore revenu à son niveau de 2016-2018, où il affichait une moyenne de 10.5%. Selon nos estimations, avec l'accroissement de la part de la mécatronique (à plus forte valeur ajoutée) dans le CA consolidé, nous pensons que le groupe pourrait améliorer davantage ses marges opérationnelles.

En 2021, malgré la hausse de 34% de l'investissement à 31.1 Mdt, le taux de marge d'EBIT s'est amélioré pour atteindre 5.7% (contre 4.3% en 2020 et 5.3% en 2019) mais reste aussi en dessous de la moyenne de 7.1% de la période 2016-2018.

Ainsi, selon nous, OTH sera en mesure de revenir à ses niveaux de marge d'EBE antérieurs et d'afficher un taux de 10.6% au titre de l'exercice 2022^e pour atteindre 11.1% à l'horizon de 2024^e. L'EBE enregistrerait ainsi un TCAM de 22.1% sur la période 2021-2024^e. Déjà le groupe a commencé à partir de 2020 un processus de maîtrise des charges qui devrait se poursuivre notamment avec l'intention d'équiper l'ensemble des filiales en **photovoltaïque pour réduire sa facture énergétique**. Pour être au diapason des standards internationaux de l'industrie 4.0, OTH devrait procéder, à partir de 2021, à **une refonte de son système d'information** pour mieux standardiser ses process (industriels, clients, fournisseurs etc..).

Par métier, la mécatronique reste le principal générateur d'EBE pour le groupe et contribue à hauteur de 67.8% de l'EBE du groupe (hors l'EBE de la holding) en 2021. Cette part a été en amélioration continue depuis 2016, où elle représentait 54.4% de l'EBE du groupe. Par contre, la part du pôle câblerie est en baisse et ne contribue désormais qu'à hauteur de 23.7% à l'EBE du groupe contre 38.4% en 2016. Ceci constitue un point positif pour le groupe puisque la rentabilité opérationnelle de la mécatronique est nettement supérieure à celle de la câblerie.

Graph 13 : Evolution des taux de marge d'EBE par métier

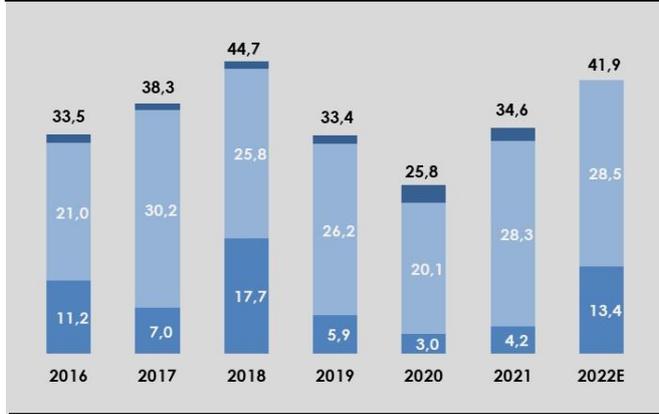


Source : OTH, Estimations MAC SA

Comme précisé plus haut, le groupe OTH a fortement investi dans le segment mécatronique pour suivre l'évolution technologique mais aussi pour monter en gamme et diversifier ses solutions produits pour attirer davantage de clients internationaux de premier ordre. Sur les cinq dernières années, le groupe a investi un peu plus de 175 Mdt dont 70% ont été accaparés par la mécatronique, le segment le plus porteur de croissance. Cet effort

d'investissement reste soutenable dans la mesure où le groupe a une forte capacité de génération de cash-flow d'exploitation lui permettant de financer ses investissements sans pour autant recourir à un endettement excessif. En effet, OTH affiche un faible endettement avec un gearing qui n'est que de 15.1% (dette nette à 61.1 MDt) alors que ses fonds propres s'élèvent à 362.6Mdt.

Graph 14. Evolution des investissements par métier (Mdt)



Source : OTH, MAC SA

Graph 15. Evolution de la structure financière (Mdt)

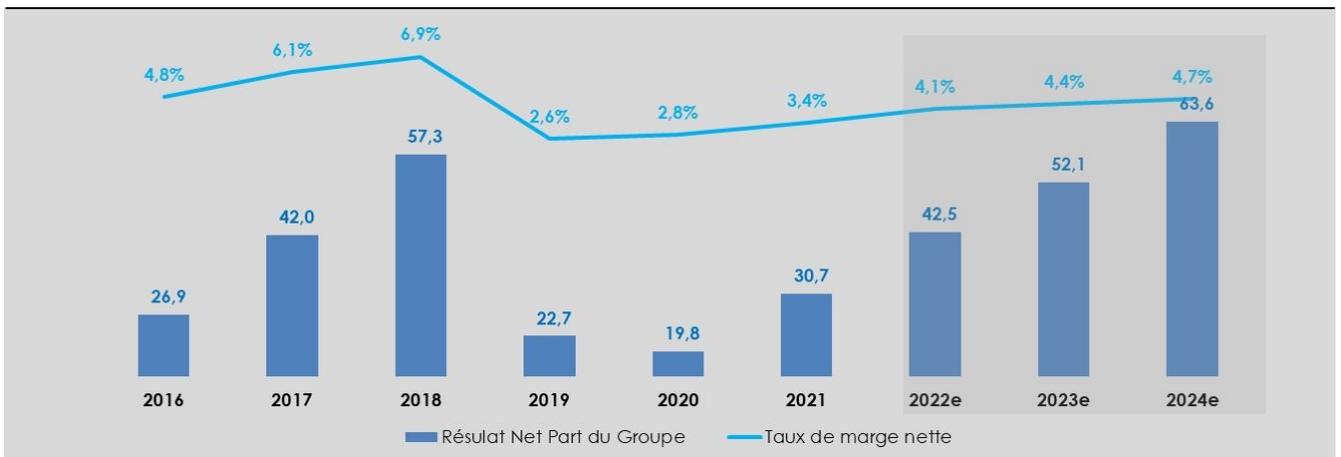


Source : OTH, MAC SA

Grâce à une croissance à deux chiffres de ses revenus, ainsi qu'à une amélioration progressive de ses marges opérationnelles, OTH serait selon nous en mesure d'afficher une évolution annuelle moyenne de son RNPG supérieure à 26% sur les prochaines années. Cela dit, la rentabilité du groupe reste relativement faible avec un taux de marge nette de 3.4% en 2021 et qui devrait atteindre 4.7% en 2024.

Cette hausse soutenue devrait permettre au Groupe de poursuivre une politique d'investissement continue ainsi qu'une politique stable de distribution de dividendes. Ainsi, tenant compte d'un payout moyen 62% du RNPG des trois derniers exercices), nous pensons que la forte hausse du résultat net du groupe devrait se traduire par une hausse similaire du dividende par action (TCAM de 20% sur la période 2021 -2024E). Cependant, nous aimerions souligner que OTH semble vouloir accélérer sa croissance par des opérations d'acquisitions externes en zone Euro, et que cela aura un impact certain sur la capacité de distribution de dividendes. De fait, dépendamment des opérations qui seront réalisées sur les années à venir, ces chiffres pourraient être revus à la baisse.

Graph 16. Evolution du résultat net PG (Mdt)



Source : OTH, Estimations MAC SA

En conclusion, OTH reste un fleuron de l'industrie électronique en Tunisie et une référence sur le plan international. Stratégiquement l'objectif du groupe est de passer du statut de sous-traitant pour les secteurs automobiles, industriels et aéronautique au rang de fournisseur de premier rang de modules complets et intelligents, avec des

softwares embarqués pour les grands donneurs d'ordre dans tous les secteurs (y compris dans le secteur de la santé, de l'électroménager et dans le domaine des solutions de comptage intelligent) afin de réduire sa dépendance face au secteur automobile (qui accapare environ 40% des revenus). Le groupe vise aussi la diversification de ses marchés export en ciblant le marché américain pour réduire sa dépendance face au marché européen et local. En effet, le groupe cible une part de 15% du CA à réaliser sur le marché américain à l'horizon de 2024.

Le groupe projette aussi de s'internationaliser davantage et de s'implanter en Europe pour une meilleure force commerciale, et pour suivre les nouveaux mouvements commerciaux de régionalisation de l'approvisionnement « Globalisation » qui sont en train de s'opérer. De plus, cette ambition d'évoluer au-delà des frontières et notamment en Europe à travers des acquisitions externes va de pair avec l'ambitieux projet européen de dédoublement de la production des semi-conducteurs (de 10 à 20% de part de marché avec une enveloppe d'investissement de 20 Milliards d'Euros) pour préserver l'indépendance technologique du continent. Un projet qui profitera à l'ensemble de l'industrie électronique. Il s'agit bien d'une stratégie à moyen et long terme visionnaire pour être au diapason des évolutions technologiques et dans les centres de la croissance économique mondiale.

Fondamentalement solide, avec un management de qualité reconnue, jouissant d'une bonne réputation, tourné vers l'international avec une orientation technologique de pointe, nous restons convaincus que le groupe OTH dispose de forts atouts pour être une des valeurs les plus solides de la Bourse de Tunis et dont les perspectives sont fort prometteuses.

Valorisation et Opinion

Nous valorisons OTH par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF). Nous nous basons pour notre valorisation sur un WACC de 11,12%.

Notre valorisation par la méthode DCF de OTH fait ressortir **un cours cible de 8.99 DT par action**, soit un potentiel de hausse de 19.1% par rapport au cours actuel, d'où notre recommandation d'**ACHETER** le titre.

Valorisation de OTH par la méthode DCF

en Mdt	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	51,9	69,1	83,5	100,8
-taux d'imposition sur EBIT	7,8	10,4	12,5	15,1
= NOPAT	44,1	58,7	71,0	85,6
+Dotation aux amortissement	33,0	39,6	47,5	57,0
-Capex	31,1	41,9	40,0	40,0
-Variation du BFR	43,4	24,7	32,5	36,4
=FCFF	2,6	31,7	46,1	66,3
FCFF Actualisés	2,6	28,6	37,3	48,3
Valeur Terminale Actualisée				698,1
Valeur d'Entreprise	812,2			
-dette nette en 2021	61,1			
-intérêts des minoritaires	42,4			
+immobilisation Financières	13,9			
=Valeur des fonds propres	722,7			
Nombre d'actions émises	80 400 000			
Valeur par action (en Dt)	8,99			
Cours Actuel (en Dt)	7,55			
Potentiel de hausse	19,1%			

Source : Estimations MAC SA

Avec un cours cible de 8.99 \$ par action, OTH traiterait à des multiples **induits** de P/E de 14.3x en 2022^E et un multiple EV/EBITDA 2022^e de 6.1x. OTH présente intrinsèquement un potentiel d'appréciation intéressant et nous sommes confortés dans notre opinion positive sur le titre par les éléments suivants :

- Un potentiel de croissance provenant de la reprise de l'activité économique en Europe et la forte demande qu'enregistre le groupe sur les produits mécatroniques et câbles malgré la pénurie mondiale des semi-conducteurs.
- Un potentiel de croissance à moyen terme, non intégré dans nos prévisions, qui viendrait d'une ouverture plus large d'OTH à l'international à travers une ou des acquisitions en Europe pour se rapprocher de ses clients finaux et profiter de l'ambitieux projet européen pour les puces semi-conductrices qui impactera fortement l'industrie électronique.
- Une politique de maîtrise des charges entamée depuis 2020 et qui devrait se poursuivre dans les prochaines années ce qui permettra une meilleure compétitivité.
- Une forte capacité à générer des cash-flows positifs permettant au groupe de financer ses investissements sans un fort recours à l'endettement bancaire et de poursuivre sa politique de distribution de dividendes ;
- Un niveau de P/E actuel en ligne avec les comparables internationaux, et des multiples de CA et d'EBITDA 2022^E nettement inférieurs.

Présentation des principaux comparables de OTH

Sociétés	Capitalisation Boursière (M USD)	P/E		EV/CA		EV/EBITDA		
		2021	2022e	2021	2022e	2021	2022e	
Méca	TTM Technologies, Inc.	1 333,4	18,8x	10,0x	0,8x	6,1x	6,5x	6,1x
	Rogers Corporation	4 801,3	51,7x		5,1x		27,8x	
	KCE Electronics	2 114,3	29,5x	23,9x	4,7x	1,3x	22,1x	16,8x
	Plexus Corp.	2 240,6	20,9x	16,6x	0,7x	0,6x	10,6x	9,7x
Câbles	Belden Inc.	2 351,3	31,2x	9,2x	1,2x	1,2x	7,4x	7,2x
	Prysmian S.p.A.	7 681,8	20,6x	16,3x	0,7x	0,7x	9,7x	8,8x
	Finolex Cables Ltd	7,33,2	9,6x	10,6x	1,0x	0,9x	5,0x	7,5x
	LEONI AG	264,4		2,5x	0,3x	0,3x	5,3x	6,4x
	Nexans S.A.	4 080,6	24,5x	17,6x	0,5x	0,6x	7,3	7,4x
	Bizlink Holding Inc.	1 585,3	19,8x	12,9x	1,7x	1,1x	13,8x	8,1x
	Ibiden co, Ltd	4 318,8	14,1x	11,2x	1,4x	1,3x	4,7x	4,1x
IT	Juniper Networks, Inc.	9 069,3	27,4x	13,6x	2,0x	1,8x	12,5x	8,7x
	Arista Networks, Inc.	28 388,0	31,6x	24,2x	7,9x	6,2x	23,2x	16,2x
	Verizon	208 260,3	9,7x	9,0x	2,9x	2,8x	7,7x	7,8x
	Cisco Systems, Inc.	179 055,0	15,2x	12,6x	3,3x	3,3x	10,2x	8,8x
Médiane	4 199,7	20,8	12,8	1,40	1,29	9,7	7,9	
One Tech Holding	197,4	19,7	14,3	0,8	0,7	8,2	6,1	

Source : Capital IQ, MAC SA

en date du 13//06/2022

MAC SA- Intermédiaire en Bourse

Green Center, Rue du Lac Constance

1053- Les Berges du Lac – Tunisie

Tél : + 216 71 964 102

Fax : + 216 71 960 903

Email : macsa@macsa.com.tn

Web : www.macsa.com.tn

Département Recherches

Salma Zammit Hichri

Chef du département

salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif

Analyste Senior

ibrahim@macsa.com.tn

Informations importantes

Les droits attachés à ce document sont réservés exclusivement à MAC SA. De ce fait, ce document ne peut en aucun cas être copié, photocopié, dupliqué en partie ou en totalité, sans l'accord exprès écrit de MAC SA. Ce document ne peut être distribué que par MAC SA. Ce Document est confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable de MAC SA. Si vous recevez ce document par erreur, merci de le détruire et de le signaler immédiatement l'expéditeur.

Ce document est communiqué à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement. Il est destiné à être diffusé indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier.

Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document est fondé sur des informations publiques soigneusement sélectionnées. Cependant, MAC SA ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. De Plus les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par MAC SA à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. MAC SA se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Plus généralement, MAC SA, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que ses directeurs, administrateurs, associés, agents représentants ou salariés rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis, ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de MAC SA.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

MAC SA ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.