

Initiation de couverture

OTH, un fleuron national aux perspectives internationales prometteuses

OTH – Acheter – Cours Cible : 14.8 Dt (+ 23.2% vs cours boursier actuel)

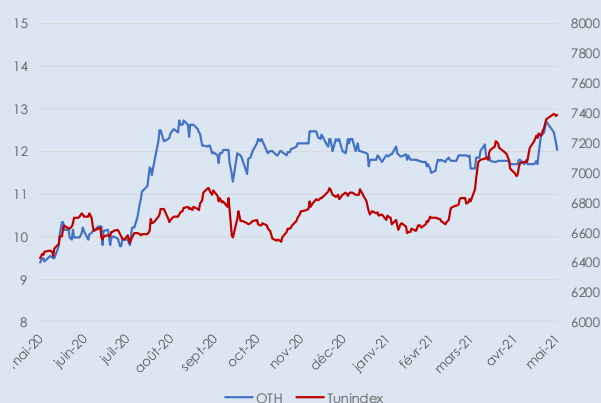
- Inscrivant l'innovation et la technologie au cœur de son développement, One Tech est l'un des plus grands et des plus anciens groupes tunisiens, qui se dote d'une capacité importante à répondre aux besoins spécifiques de ses clients internationaux. Le nom One Tech signifie deux choses principales: (1) **One Stop Shop**, un concept important que le groupe s'identifie. Le groupe fabrique des produits complémentaires et souhaite que ses clients achètent le tout d'un seul endroit (2) **Technologie**, le groupe est orienté vers des produits à plus forte valeur ajoutée, c'est pourquoi il investit massivement dans la mécatronique qui représente l'avenir.
- 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 est réalisé 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 logiciels embarqués pour les grands donneurs d'ordre dans tous les secteurs et tout en diversifiant sa couverture géographique.
- L'année 2020 est une année à oublier pour OTH 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. Malgré la reprise au second semestre, les revenus ont baissé de 20% et le résultat net part du groupe a reculé de 13%. Mais 2021, semble être nettement meilleure avec des revenus trimestriels déjà en hausse de 15.2% et dépassant même les prévisions trimestriels du management.
- 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) 19/05/2021	12.03
Cours Cible (Dt)	14.8
Potentiel	23.2%
Capitalisation boursière (Mdt)	645
Cours moyen pondéré sur 1 an (Dt)	11.13
Plus haut sur 1 an (Dt)	11.75
Plus bas sur 1 an (Dt)	9.11
Volume quotidien moyen depuis 1 an (kDt)	99.4

En Mdt	2019	2020	2021e
Chiffre d'affaires	898.1	718.6	830.6
EBITDA	77.5	56.3	90.4
EBIT	47.8	30.6	59.9
Résultat Net PG	22.7	19.8	37.7
VE/CA	0.8	1.0	0.8
VE/EBITDA	9.1	12.5	7.8
P/E	28.4	32.6	17.1
P/BV	1.7	1.7	1.6
Dividend Yield	2.1%	2.1%	2.5%

Cours boursier depuis 1 an



Performance Boursière	3 m	6m	12m
OTH	3.7%	0.2%	28.2%
Tunindex	8.6%	7.6%	15.0%

Opinion et Valorisation

Sur la base du cours actuel, OTH s'échange à des multiples EV/CA et EV/EBITDA 2021^e de 0.8x et 7.8x respectivement, des niveaux relativement bas eu égard aux niveaux auxquels traitent ses peers internationaux, soit 1.6x et 10.2x. Nous **estimons donc que le titre est actuellement sous-valorisé et recommandons de l'ACHETER avec un objectif de cours de 14.8Dt (vs. 12.03 Dt le 19/05/2021), correspondant à un potentiel de hausse de 23.2%.**

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.

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.

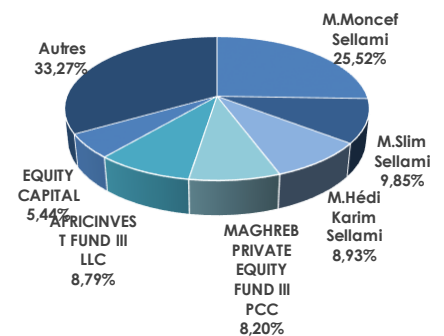
Tour à tour voient le jour 9 autres sociétés spécialisées et complémentaires, bâties avec des partenaires de référence. En effet, le développement du groupe a constamment été réalisé avec des partenaires industriels de premier ordre de dimension internationale et ce dans un double objectif : (1) Assurer 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 technologique. 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

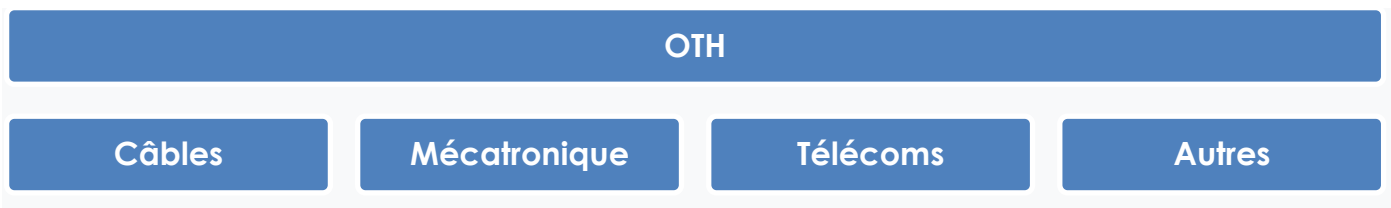
La famille Sellami, reste le principal actionnaire de OTH et détenant 44.3% du capital. Trois fonds d'investissement, à savoir Maghreb Private Equity Fund III, Africainvest Fund III et Equity Capital detiennent ensemble 22.3% du capital et le reste, soit 33.27% est du capital flottant.

Le capital social de OTH s'élève actuellement à 53.6 millions de dinars divisé en 53 600 000 d'une valeur nominale de 1DT.



2- Les métiers du groupe OTH

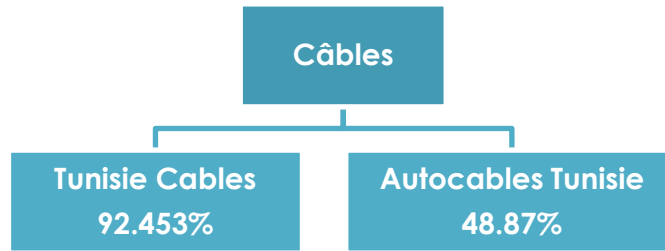
Le groupe One Tech opère aujourd'hui sur des métiers qui ont pour socle commun un contenu technologique. One Tech Holding apporte des solutions dans trois principaux domaines, à savoir la câblerie, la mécatronique et les télécoms. Ses prestations couvrent ainsi toute la chaîne de valeur : ingénierie,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



1- Câbles

Créée 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.



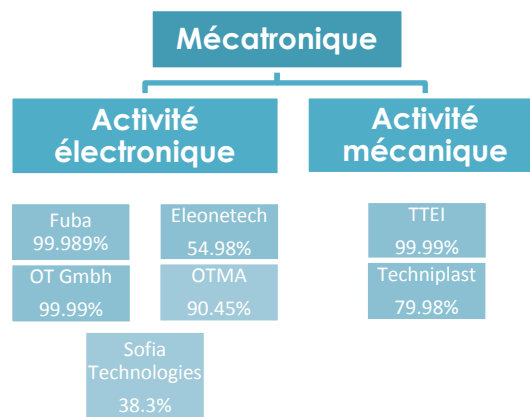
OTH opère dans ce domaine d'activité à travers deux entités: **Tunisie Câbles** pour l'énergie, les télécommunications et les câbles de données et **Autocâbles Tunisie** pour les câbles automobiles.

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 Sncft, 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 48,867% 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- 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).

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.

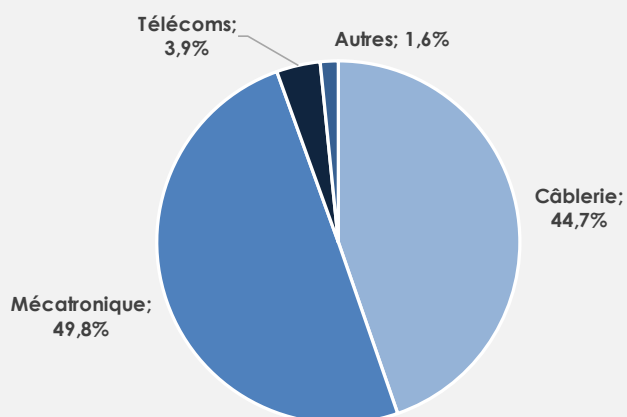
Le groupe groupe opérait également dans la distribution des téléphones mobiles de la marque NOKIA à travers la filiale One Tech Mobile, mais cette activité jugée non stratégique devrait être cédée. D'ailleurs, selon les EF 2020, cette filiale « n'a pas été consolidée car le contrôle est destiné à être temporaire et elle est détenue dans l'unique perspective de sa sortie ultérieure dans un avenir proche ».

CHIFFRES CLÉS DU GROUPE

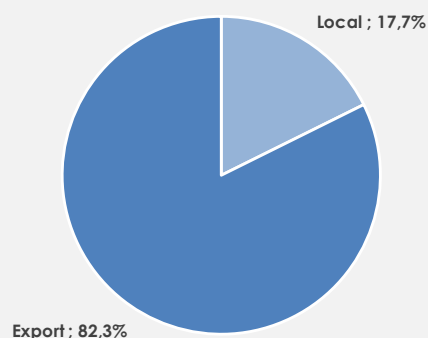
en millions de Df	2016	2017	2018	2019	2020	CAM 16_20	2021e	2022e
Chiffre d'affaires Consolidé	573,6	698,7	838,6	898,1	718,6	5,8%	830,9	944,2
<i>Variation</i>		21,8%	20,0%	7,1%	-20,0%		15,6%	13,6%
EBITDA	59,3	71,4	91,0	77,5	56,3	-1,3%	90,4	114,8
<i>Variation</i>		20,4%	27,5%	-14,8%	-27,4%		60,7%	27,0%
Résultat Financier	0,7	5,2	7,0	12,3	1,0		4,5	4,0
<i>Variation</i>		632,2%	34,7%	-275,3%	-91,7%			
Résultat des activités ordinaires avant impôt	38,6	55,2	72,6	36,2	30,4	-5,8%	55,4	76,6
<i>Variation</i>		43,0%	31,5%	-50,2%	-16,1%		82,3%	38,3%
Impôts sur les bénéfices	4,6	6,3	7,4	6,1	4,5	-0,7%	9,4	13,0
Résultat Net Consolidé	30,5	48,6	65,6	30,2	25,5	-4,4%	46,0	63,6
<i>Variation</i>		59,6%	35,0%	-54,1%	-15,5%		80,4%	38,3%
Part des minoritaires	3,6	6,6	8,3	7,4	5,7		8,3	11,3
Résultat Net Part du Groupe	26,9	42,0	57,3	22,7	19,8	-7,4%	37,7	52,3
<i>Variation</i>		56,3%	36,4%	-60,3%	-13,0%		90,6%	38,8%
Actifs économique								
Actifs immobilisés	165,5	180,5	214,4	216,2	231,1	8,7%	258,3	284,6
BFR	132,3	183,3	214,7	197,7	184,7	8,7%	205,4	230,8
Capitaux employés	297,9	363,8	429,2	413,9	415,9	8,7%	463,7	515,4
Capitaux Propres	289,0	320,3	370,3	378,5	382,7	7,3%	404,3	439,4
Endettement net	8,9	43,5	58,8	35,4	33,2	39,0%	59,4	75,9
Capitaux investis	297,9	363,8	429,2	413,9	415,9	8,7%	463,7	515,4
Investissements	33,5	38,3	44,7	33,4	25,8	-6,3%	32,0	30,0
Free Cash Flow	27,7	24,2	7,6	55,1	38,9	8,9%	28,3	46,4
Dividendes	13,9	16,1	17,7	13,4	13,4	-1,0%	16,1	17,2
Taux de marge Brute	25,4%	24,8%	25,3%	23,8%	25,9%		35,0%	36,0%
Taux de marge d'EBITDA	10,3%	10,2%	10,9%	8,6%	7,8%		10,9%	12,2%
Taux de l'IS apparent	11,9%	11,4%	10,1%	16,9%	14,7%		17,0%	17,0%
Taux de marge nette	4,7%	6,0%	6,8%	2,5%	2,8%		4,5%	5,5%
ROE	10,3%	15,1%	18,3%	6,4%	5,4%		10,3%	13,5%
ROIC	11,1%	12,1%	13,6%	9,6%	6,3%		8,1%	9,7%
Gearing	3,1%	13,6%	15,9%	9,3%	8,7%		14,7%	17,3%
Dette nette /EBITDA	0,2	0,6	0,6	0,5	0,6		0,7	0,7
Nombre de Titres (en millions)	53,6	53,6	53,6	53,6	53,6		53,6	53,6
BPA	0,50	0,78	1,07	0,42	0,37		0,70	0,98
BVPA	5,39	5,98	6,91	7,06	7,14		7,54	8,20
DPA	0,260	0,300	0,330	0,250	0,250		0,300	0,320

Source : Données OTH, MAC SA

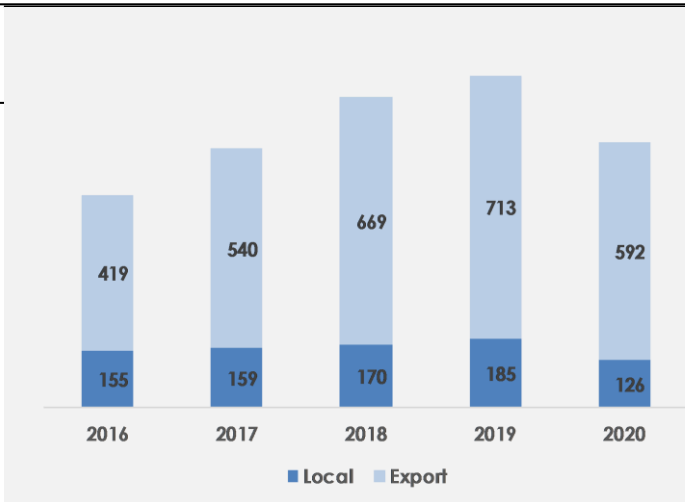
Graph 2. Répartition du CA par métier, 2020



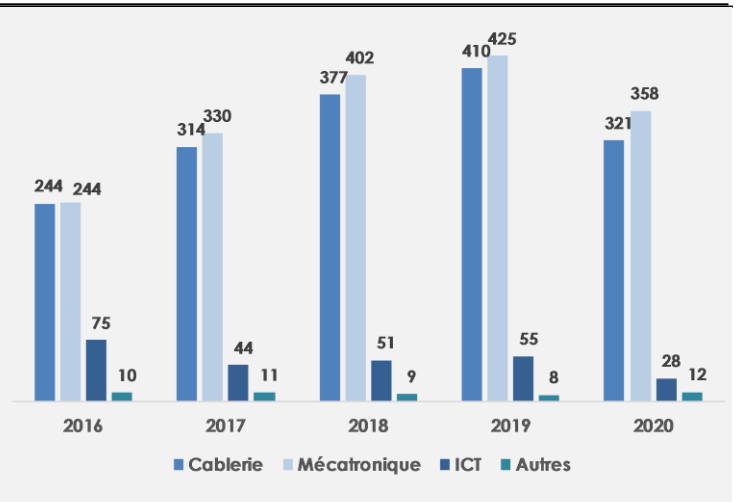
Graph 3. Répartition du CA par destination, 2020



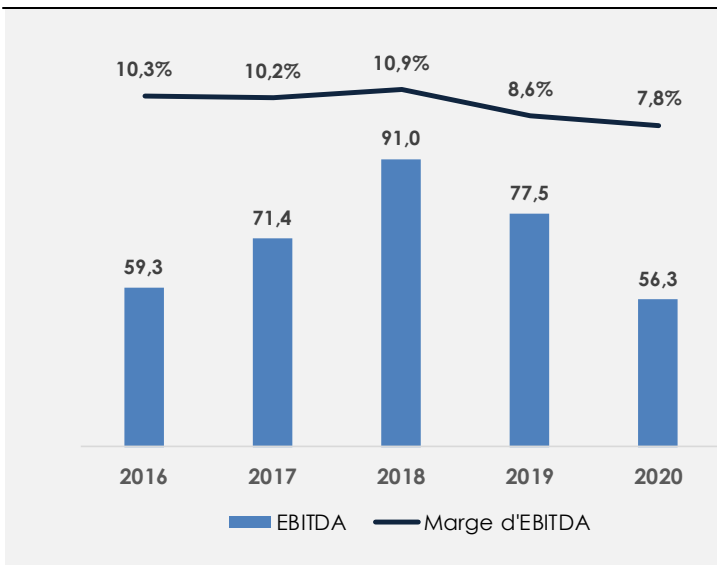
Graph 4. Evolution du Chiffre d'affaires Global, Mdt



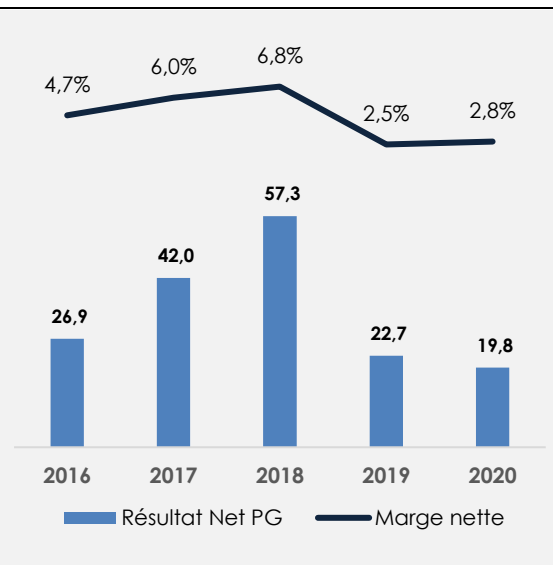
Graph 5. Evolution des revenus par métiers, Mdt



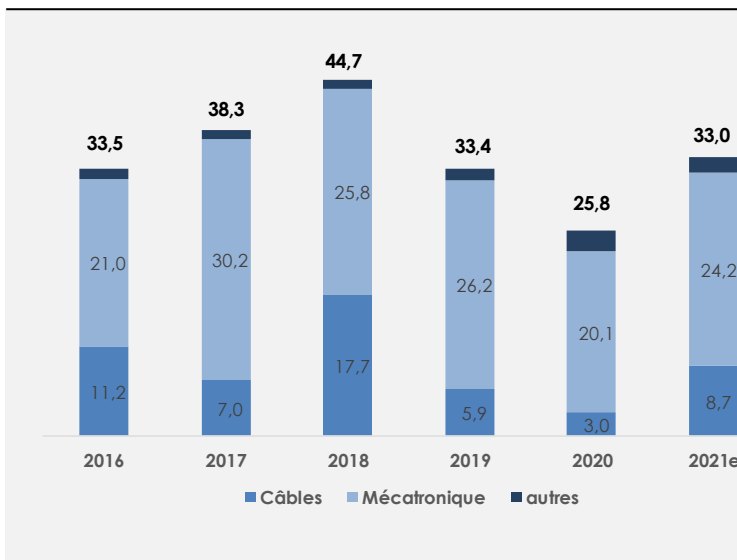
Graph 6. Evolution de l'EBITDA Consolidé, Mdt



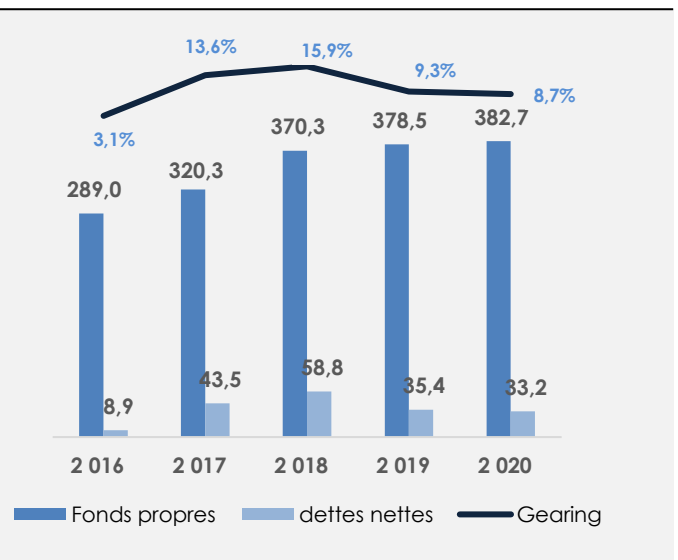
Graph 7. Evolution du résultat consolidé (PG), Mdt



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...) 	<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 stratégique accrue.

Performance du cours de l'action PGH

Le graphique suivant retrace le cours de l'action OTH depuis début 2019 et son évolution à ce jour(19/05/2021).

Graph 10. Evolution du cours OTH



Graph 11. Evolution du cours OTH vs Tunindex



Sur les deux dernières années, le cours de l'action OTH a été dans une tendance baissière en relation avec les réalisations du groupe qui étaient en repli notamment en 2019 et 2020. Entre 2019 et 2020, le titre a perdu plus de 20% de sa valeur contre 5.4% pour le Tunindex à la même période.

Bien que OTH soit aujourd'hui dans le top 10 des plus fortes capitalisations de la place (9ème), l'action n'a pas réussi à attirer l'attention des investisseurs et la valeur reste faiblement liquide.

En 2021, l'action a tenté de mieux se tenir pour se placer dans le vert (+3.75% depuis le début de l'année en date du 10/05/2021) vs 6.04% pour le TUNINDEX.

Evolution de l'activité de OTH et prévisions

Les revenus du groupe OTH ont connu une croissance soutenue à deux chiffres sur la période 2016-2019 de 16.5% pour atteindre 890 Mdt en 2019 grâce aux segments particulièrement florissants à savoir les câbles (+ 18.9% / an) et de la mécatronique (+20.3 % / an). Pour 2020, et comme indiqué précédemment la croissance n'était pas au rendez-vous.

Historiquement, **l'activité Câble** 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 du marché pour les câbles d'énergie et les câbles télécoms. Actuellement, ce segment est devenu « la vache à lait » du groupe générant un CA de 321 Mdt en 2020, soit 44.7% du CA consolidé et environ 27% du résultat net.

A partir de 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. Ce segment représente 49.8% du CA consolidé et plus de 67% le résultat net du groupe (18.7 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, Le Grand ...

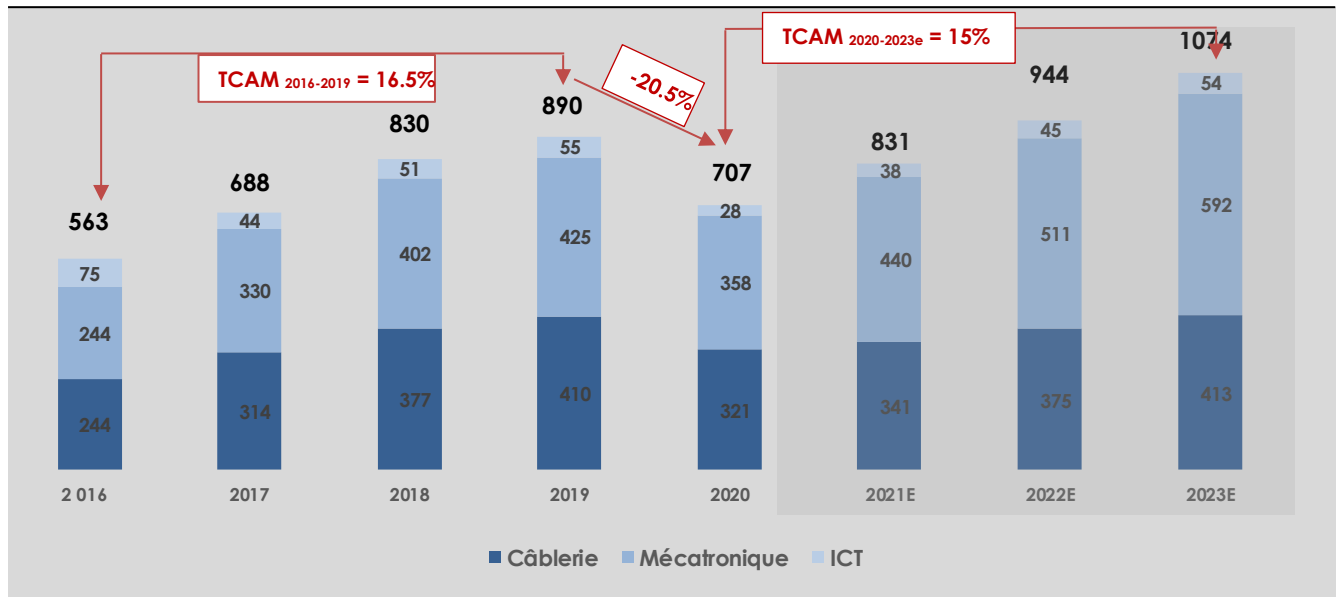
L'activité mécatronique, divisé entre l'électronique et la mécanique, est fortement exposée au secteur automobile mondial et c'est ce qui a expliqué la baisse de 16% du CA mécatronique en 2020 en relation avec la baisse de 16.9% de la production mondiale des véhicules particuliers et de 22.3% particulièrement en Europe.

Entre 2016 et 2020, One Tech Group a réalisé d'importants investissements dans ce segment (un peu plus de 102 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.

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 28Mdt). A périmètre constant (après la sortie du périmètre de OT Mobile), ce segment a affiché tout de même une progression significative de 25% en 2020 malgré un marché en forte concurrence, et ce grâce à la consolidation de l'activité intégration et au développement de l'activité service à l'exportation. 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 soit un taux de marge d'EBITDA de 11,6% contre 4% pour l'activité des câbles et 11% pour la mécatronique. Au niveau du bottom line, ce segment affiche un résultat positif pour la deuxième année consécutive avec un taux de marge nette de 5%, comparable à celui du pôle mécatronique.

En 2020, et à l'instar de l'ensemble de l'économie, le CA consolidé du groupe OTH a connu une baisse de 20.5% de son suite à l'arrêt quasi-total des usines pendant 2 mois et au ralentissement de l'activité mondiale de ses principaux clients. **Nous pensons qu'avec la reprise économique mondiale et notamment en Europe, OTH devrait revenir à ses niveaux de croissance d'avant la crise en termes de top-line qui afficherait un rythme de hausse en ligne avec les réalisations antérieures.**

Graph 12. 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 avec la croissance.

Le pôle mécatronique devrait continuer de représenter la part importante des revenus du groupe à l'avenir et deviendra le cheval de bataille pour l'avenir vue les potentialités qui s'offre en pénétrant de nouveaux segments à savoir l'électroménager, la domotique, etc... Selon nos estimations , le CA issu de ce pôle devrait enregistrer un taux de croissance sur les prochaines années, de 19% sur la période prévisionnelle 2020-2023^e (vs 20.3% entre 2016-2019). 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.

Le pôle câbles devrait quant à lui rester la vache à lait du groupe mais avec une croissance plus lente que les années passées (TCAM 2020-2023^e de 8.1% vs 18.9% sur la période 2016-2019). Ainsi sa part dans le CA consolidé devrait passer de 44.7% en 2020 à 38% en 2023^e.

Par ailleurs, **le pôle TIC** devrait connaître sa vitesse de croisière après la restructuration réussie opérée sur ce segment et la consolidation de l'activité intégration et la poursuite du développement de l'activité service à l'exportation. Nous estimons une évolution des revenus de ce pôle de 24.9% en moyenne par an sur la période 2020-2023^e.

Parallèlement à la croissance de l'activité, et malgré les fluctuations des prix des matières premières notamment les métaux et la variation des taux de change, OTH a réussi à préserver son niveau de marge brute (25.6% en 2016 et 25.8% en 2020). Ceci dit, en termes de marge d'EBITDA, le groupe a connu durant les deux derniers exercices 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. Avec l'accroissement de la part de la mécatronique dans le CA consolidé et la nette évolution des revenus des TIC, nous pensons que le groupe pourrait améliorer davantage ses marges opérationnelles.

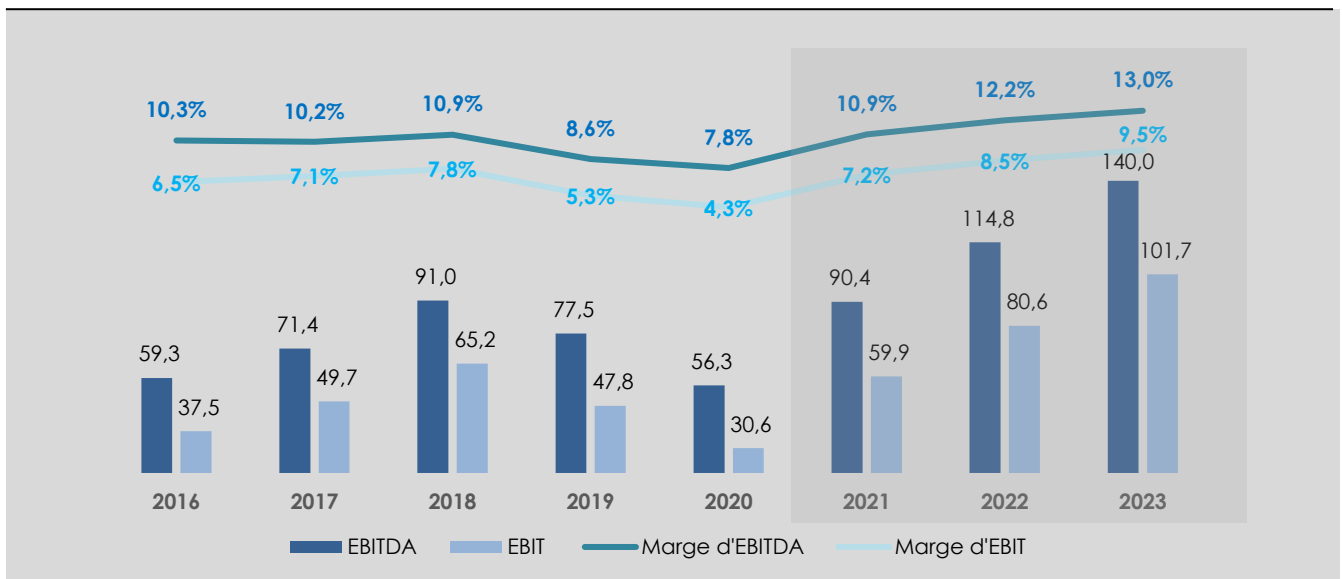
En relation avec la hausse des revenus de 16.5% en moyenne par an sur la période 2016-2019, les charges d'exploitation d'OTH ont également évolué quasiment au même rythme (16.3% en moyenne) laissant apparaître un taux de marge opérationnelle quasiment stable sur la période.

Employant 5 039 personnes à fin 2020, la masse salariale pèsent pour 10% du CA du groupe. Ce niveau est raisonnable puisque la plupart du personnel est hautement qualifié avec un taux d'encadrement de 25%.

En 2020, et malgré l'évolution de l'effectif de 420 nouveaux employés, le groupe a réussi à réduire la masse salariale de 5% (équivalent de 4.3 Mdt) suite aux efforts de maîtrise des charges opéré au 1S2020 pour contenir les effets du confinement général engendré par la crise sanitaire. Ceci dit, le ratio masse salariale/revenus a été en hausse à 11.9% en 2020 à la suite de la baisse de l'activité mais avec la reprise de l'activité et l'amélioration de la productivité, nous estimons que le groupe est en mesure de revenir à un niveau de 10.5% en moyenne sur les prochaines années.

Par ailleurs, et suite à une politique d'investissement récurrente, les dotations aux amortissements sont aussi venus tirer la rentabilité opérationnelle du groupe. Ainsi, la marge d'EBIT s'est détériorée durant les deux dernières passant de 7.9% en 2018 à 4.3% en 2020.

Graph 13 : Evolution de l'EBE et de la marge d'EBE sur la période 2015-2023^e (Mdt)



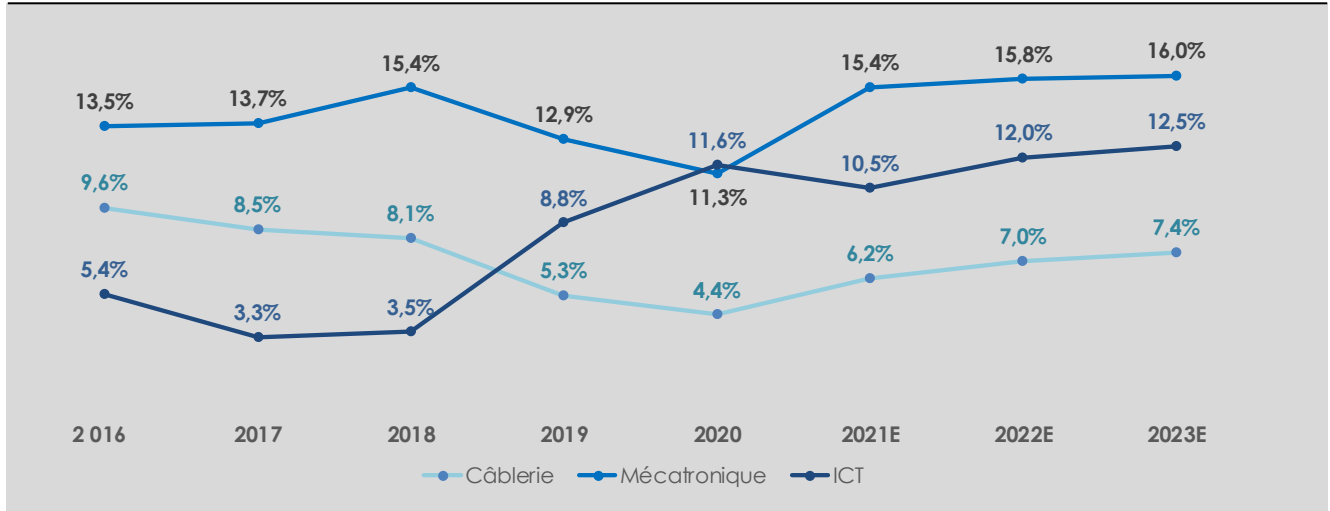
Source : OTH, estimations MAC SA

Ainsi, et après le creux de 2019 et 2020, à la suite des recrutements et des investissements notamment en mécatronique, OTH sera en mesure de revenir à ses niveaux de marge d'EBE antérieurs et d'afficher un taux de 11.1% au titre de l'exercice 2021^e (un taux déjà réalisé en 2018) pour atteindre 12% à l'horizon de 2023^e. L'EBE enregistrerait ainsi un TCAM de 32% sur la période 2020-2023^e, un taux qui pourrait paraître assez élevé mais qui reste expliqué par l'importante baisse de 2020. De plus, 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..).

Comparé au niveau des revenus, le taux de la marge d'EBE reste en ligne avec les réalisations antérieures du groupe sachant la part de la mécatronique va s'accroître davantage et le pôle IT a déjà dépassé le point mort et va prendre désormais sa vitesse de croisière.

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 2020. 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 14 : Evolution des taux de marge d'EBE par métier

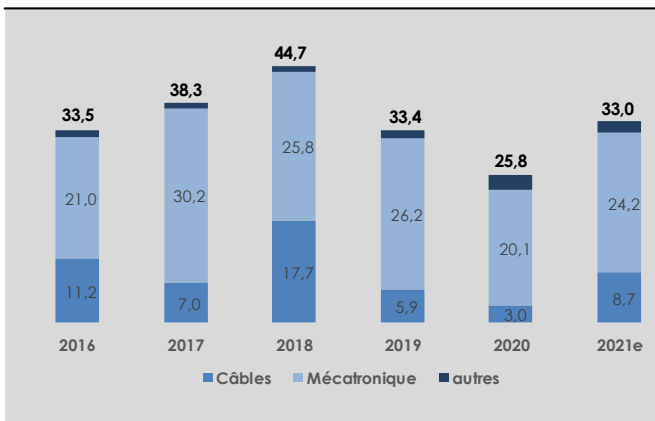


Source : OTH, Estimations MAC SA

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.

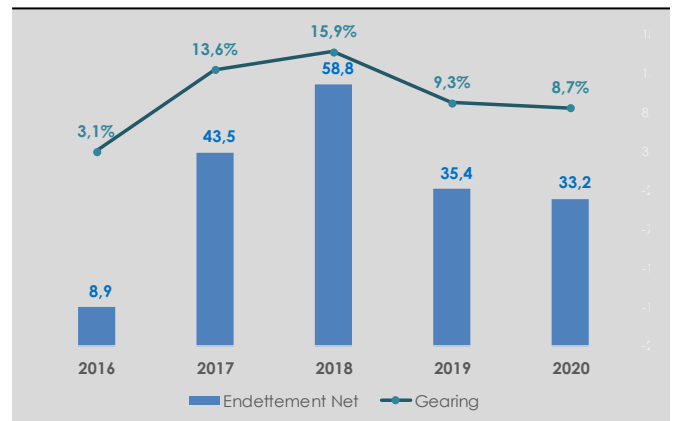
En effet, OTH affiche un faible endettement avec un gearing qui n'est que de 8,7% (dette nette à 33.2 MDt) alors que ses fonds propres s'élèvent à 383 Mdt.

Graph 15. Evolution des investissements par métier (Mdt)



Source : OTH, MAC SA

Graph 16. Evolution de la structure financière (Mdt)



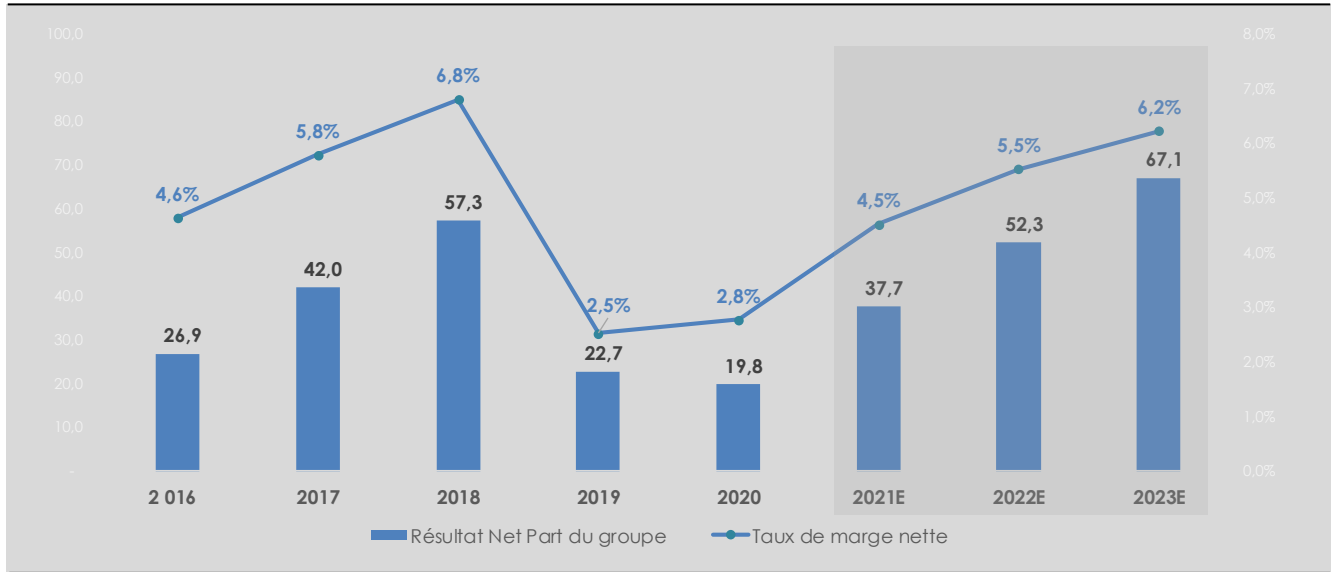
Source : OTH, MAC SA

2019 et 2020 étaient deux exercices où le groupe a vu sa capacité bénéficiaire baisser significativement. En 2019, et outre les éléments cités plus haut, le groupe a été fortement pénalisé par l'impact de change suite à la forte appréciation du dinar vers la fin du premier semestre avec une contribution de -10 Mdt vs +12.3 Mdt en 2018. En 2020, avec la crise sanitaire, le confinement, les perturbations au niveau de la supply chain et la baisse drastique de la production des véhicules sur le plan mondial et notamment en Europe, principale destination des exportations du groupe, le groupe OTH n'a pas été épargné et a vu son bénéfice baisser de 12.8% à 19.7 Mdt. Ceci dit, et grâce à la maîtrise des charges la réduction du niveau des investissements, la baisse du résultat net (part du groupe) a été moins importante que la baisse des revenus (20.5%), ce qui démontre la résilience du business model basé sur la diversification.

D'ailleurs pour 2021, le groupe table sur une croissance de plus de 90% de son résultat net (part du groupe) pour atteindre 37.7 Mdt, sans tenir compte de l'impact de change positif en cas de poursuite de la dépréciation du dinar tunisien.

Le management du groupe OTH table sur une reprise de la demande sur le marché international sur les produits mécatroniques ainsi que les câbles en 2021. Chose qui a été perceptible dans les indicateurs d'activité au 1T2021 où le CA du groupe a été en nette hausse de 15.2% par rapport au 1T2020 à 219.3 Mdt contre un CA trimestriel budgétisé de 209 Mdt.

Graph 17. 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 aussi 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. Une stratégie à moyen et long terme visionnaire pour être au diapason des évolutions technologique 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 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 9.45%.

Notre valorisation par la méthode DCF de OTH fait ressortir **un cours cible de 14.8 DT par action**, soit un potentiel de hausse de 23.8% par rapport au cours actuel, d'où notre recommandation d'**ACHETER** le titre.

Valorisation de OTH par la méthode DCF

en Mdt	2020	2021e	2022e	2023e
EBIT	30,6	59,9	80,6	101,7
-taux d'imposition sur EBIT	4,5	9,4	13,0	16,7
= NOPAT	26,1	50,5	67,6	85,0
+Dotation aux amortissement	25,7	30,5	34,2	38,3
-Capex	25,8	32,0	30,0	30,0
-Variation du BFR	-	12,9	20,7	25,4
=FCFF	38,9	28,3	46,4	64,6
FCFF Actualisés		25,6	37,8	47,6
Valeur Terminale Actualisée				742,0
Valeur d'Entreprise	853,0			
-dette nette en 2020	33,2			
-intérêts des minoritaires	36,1			
+immobilisation Financières	11,1			
=Valeur des fonds propres	794,7			
Nombre d'actions émises	53 600 000			
Valeur par action (en Dt)	14,8			
Cours Actuel (en Dt)	12,03			
Potentiel de hausse	23,2%			

Source : Estimations MAC SA

Avec un cours cible de 14.8 Dt par action, OTH traiterait à des multiples **induits** de P/E de 20.5x en 2021^E et un multiple EV/EBITDA 2021^e de 9.2x. 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.
- 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 d'augmenter son dividende d'année en année ;
- Après la crise du COVID 19 et les problèmes de supply chain rencontrés par les opérateurs internationaux, OTH pourrait profiter des stratégies des donneurs d'ordre pour une meilleure proximité par rapport aux fournisseurs.
- Un niveau de P/E actuel en ligne avec les comparables internationaux, et des multiples de CA et d'EBITDA 2021^E nettement inférieurs.

Présentation des principaux comparables de OTH

Sociétés	Capitalisation Boursière (M USD)	P/E		EV/CA		EV/EBITDA		
		2020	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	
Mécatronique	Flex Ltd	8 895,3	14,7x	10,5x	0,4x	0,4x	6,5x	6,91x
	TTM Technologies, Inc.	1 607,8	NM	11,2x	1,0x	0,9x	7,4x	7,11x
	Rogers Corporation	3 348,0	49,4x	23,4x	3,8x	3,3x	14,7x	13,18x
	Ibiden Co.,Ltd.	5 958,8	25,2x	19,1x	2,1x	1,8x	9,3x	6,16x
	KCE Electronics	2 406,3	62,4x	32,1x	6,4x	5,1x	34,5x	20,60x
	Plexus Corp.	2 821,9	19,3x	17,9x	0,8x	0,8x	10,4x	10,63x
Câbles	Belden Inc.	2 305,8	33,8x	14,2x	1,8x	1,6x	12,6x	11,27x
	Prysmian S.p.A.	9 041,3	32,0x	19,5x	1,0x	0,9x	12,2x	10,39x
	Finolex Cables Ltd	802,9	16,4x	12,7x	1,8x	1,4x	9,2x	10,21x
	LEONI AG	458,8	NM	NM	0,4x	0,4x	17,2x	7,84x
	Nexans S.A.	3 796,0	40,3x	18,0x	0,6x	0,5x	8,8x	7,32x
	Polycab India Limited	3 286,4	27,4x	26,8x	2,6x	2,2x	20,0x	17,08x
	Bizlink Holding Inc.	1 005,3	15,6x	12,7x	1,1x	1,0x	8,2x	7,30x
IT	Juniper Networks, Inc.	8 521,2	42,2x	15,0x	2,0x	1,94x	12,6x	9,54x
	Arista Networks, Inc.	24 695,4	37,9x	31,1x	8,8x	7,70x	26,2x	19,95x
	Verizon Communications Inc.	235 652,6	12,5x	11,2x	3,1x	3,02x	7,6x	8,27x
	Cisco Systems, Inc.	221 517,1	21,7x	15,8x	4,2x	4,02x	13,9x	11,00x
Médiane		27,4	16,8	1,8	1,6	12,2	10,2	
One Tech Holding	245,3	32,6	17,1	1,0	0,8	12,5	7,8	

Source : Capital IQ, MAC SA

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.