

## Company Preview

### OTH « Un groupe aux grandes ambitions »

#### OTH – Acheter – Cours Cible : 10.42 Dt

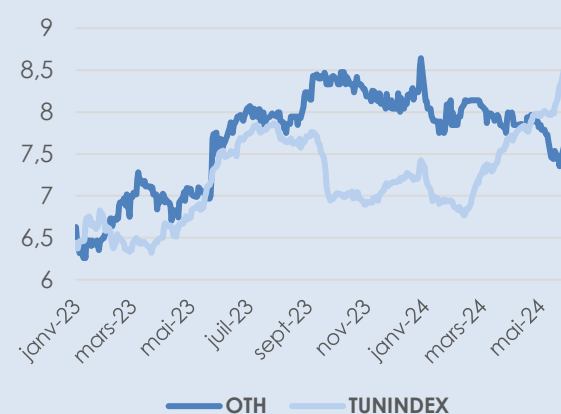
- Inscrivant l'innovation et la technologie au cœur de son développement, One Tech est l'un des plus grands et des plus anciens groupes tunisiens, qui se dote d'une capacité importante à répondre aux besoins spécifiques de ses clients internationaux.
- Grâce à sa technicité et sa gestion rigoureuse, le groupe a réussi au fil des années à coopérer avec des multinationales et à consolider sa position sur les marchés internationaux. 86% de son chiffre d'affaires sont réalisés à l'export et principalement vers l'Europe (74%).
- 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.
- 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).
- Les revenus générés par les différentes activités du groupe OTH ont augmenté en moyenne de 15.4% par an entre 2020-2023 pour dépasser le seuil des 1 100 Mdt en 2023 grâce aux segments particulièrement florissants à savoir les câbles (+ 16.2% en moyenne/ an) et de la mécatronique (+15.3 % en moyenne/ an). Pour 2024, le management reste optimiste et table sur des revenus de près de 1 110 Mdt et un RNPG de plus de 46 Mdt, sans tenir compte de la plus-value sur la cession de la société Helioflex.
- 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) 30/05/2024	8.17
<b>Cours Cible (Dt)</b>	<b>10.42</b>
Potentiel	<b>27.54%</b>
Capitalisation boursière (Mdt)	656.9
Cours moyen pondéré sur 1 an (Dt)	8.15
Plus haut sur 1 an (Dt)	8.72
Plus bas sur 1 an (Dt)	7.27
Volume quotidien moyen depuis 1 an (kDt)	105.5

En Mdt	2022	2023	2024e
Chiffre d'affaires	1 046,8	1 104,8	1 109,2
EBITDA	68,4	99,9	111,5
EBIT	31,1	63,4	71,3
Résultat Net PG	13,8	38,3	45,9
VE/CA	0,7	0,6	0,6
VE/EBITDA	10,3	7,1	6,3
P/E	47,6	17,1	14,3
P/BV	1,61	1,46	1,31
Dividend Yield	2,1%	3,1%	3,3%

### Cours boursier



Performance Boursière	YTD	3m	12m
OTH	-3.08%	1.10%	9.22%
Tunindex	8.36%	9.87%	8.77%

## Opinion et Valorisation

Sur la base du cours actuel, OTH s'échange à des multiples EV/CA et EV/EBITDA 2024<sup>e</sup> de 0.6x et 6.3x respectivement, des niveaux relativement bas eu égard aux niveaux auxquels traitent ses peers internationaux, soit 2.18x et 10.7x. Nous **estimons donc que le titre est actuellement sous-valorisé et recommandons de l'ACHETER avec un objectif de cours de 10.42 Dt.**

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 « Globalisation » 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.

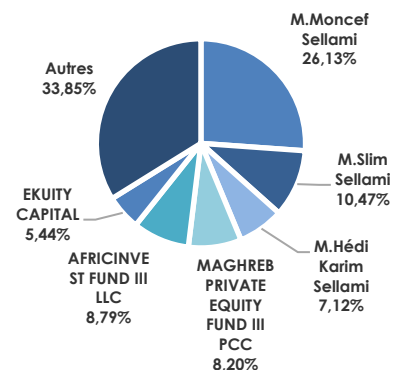
Tour à tour voient le jour 9 autres sociétés spécialisées et complémentaires, bâties avec des partenaires de référence. En effet, le développement du groupe a constamment été réalisé avec des partenaires industriels de premier ordre de dimension internationale et ce dans un double objectif : (1) Assurer 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 ( en date du 31/12/2023)

La famille Sellami, reste le principal actionnaire de OTH détenant 43.73% du capital. Trois fonds d'investissement, à savoir Maghreb Private Equity Fund III, Africainvest Fund III et Ekuity Capital détiennent ensemble 22.42% du capital et le reste, soit 33.85% est 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.

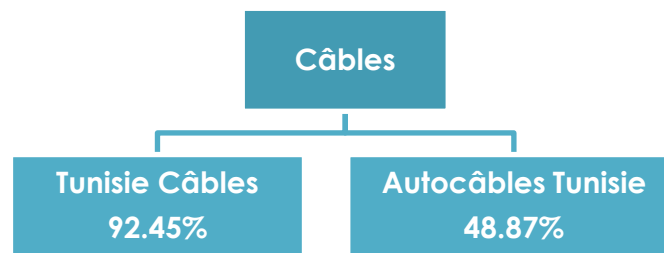


#### 2.1 Câbles

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.



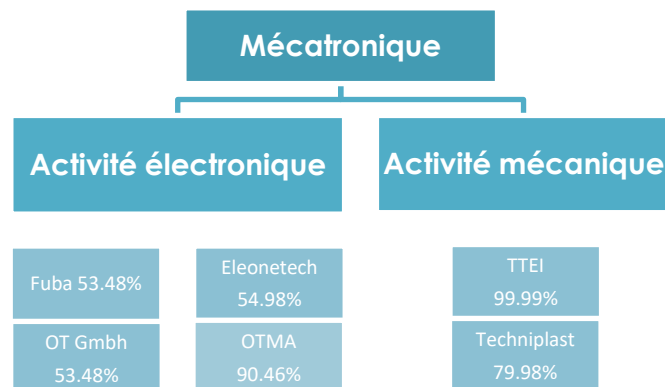
OTH opère dans ce domaine d'activité à travers deux entités : **Tunisie Câbles** pour l'énergie, les télécommunications et les câbles de données et **Autocâbles Tunisie** pour les câbles automobiles.

**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 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 48,87% 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).

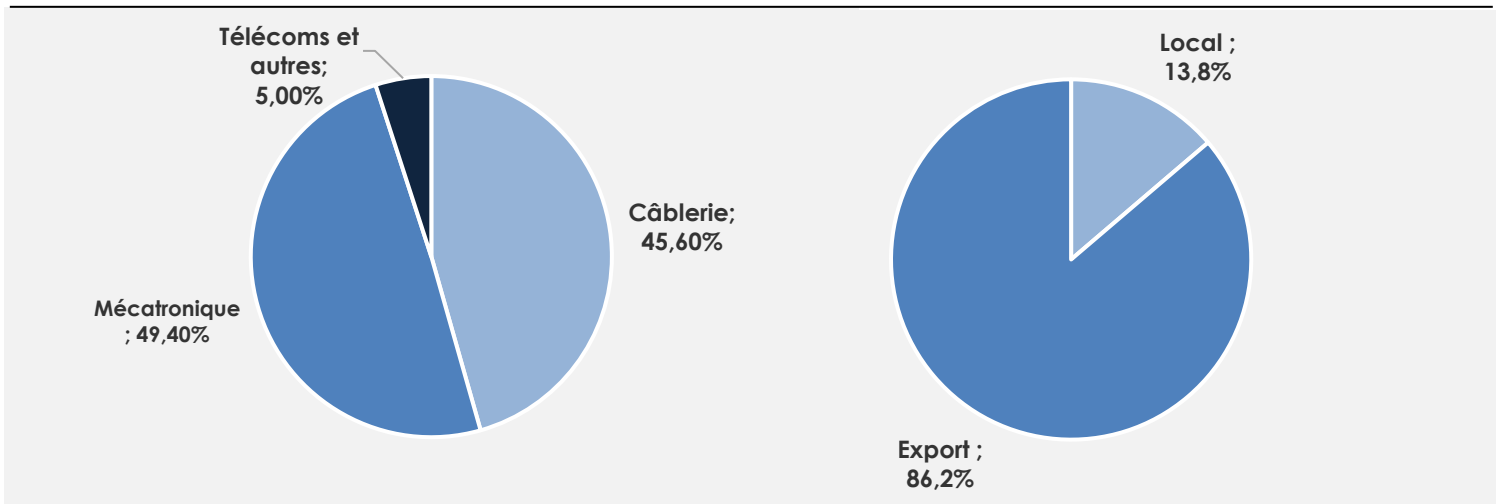
## 2.3 Telecom (TIC)

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.

## CHIFFRES CLÉS DU GROUPE

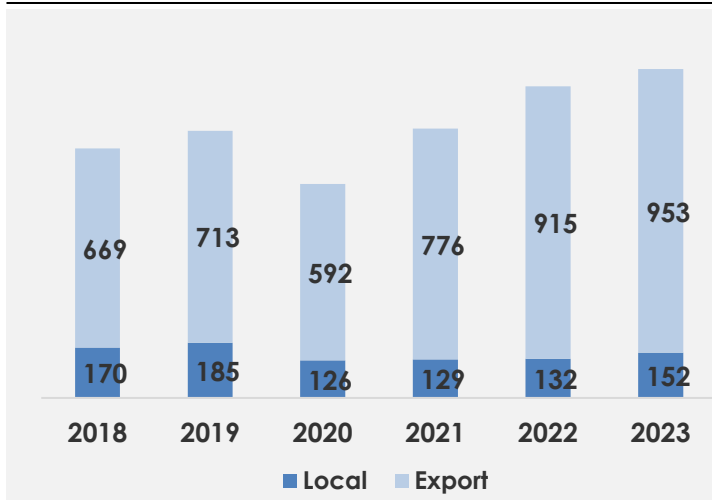
Graph 2. Répartition du CA par pôle, 2023

Graph 3. Répartition du CA par destination, 2023

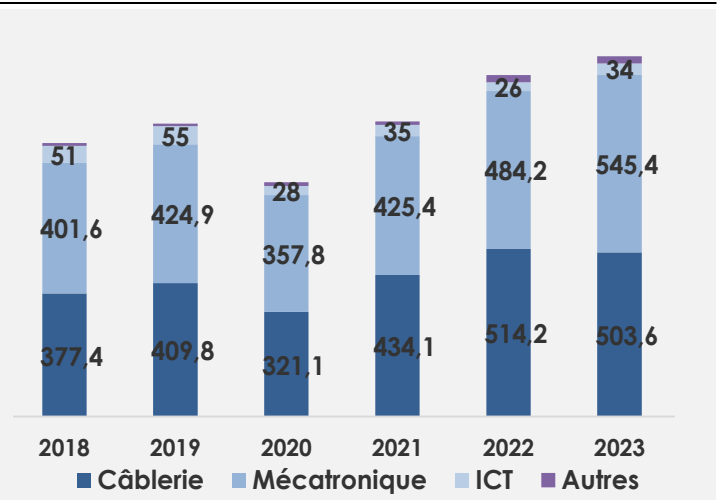


Source : Données OTH, MAC SA

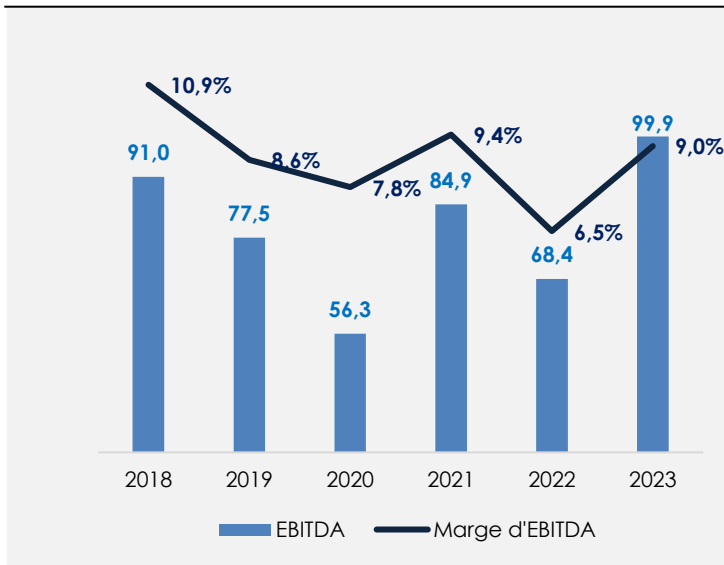
Graph 4. Evolution du Chiffre d'affaires Global, Mdt



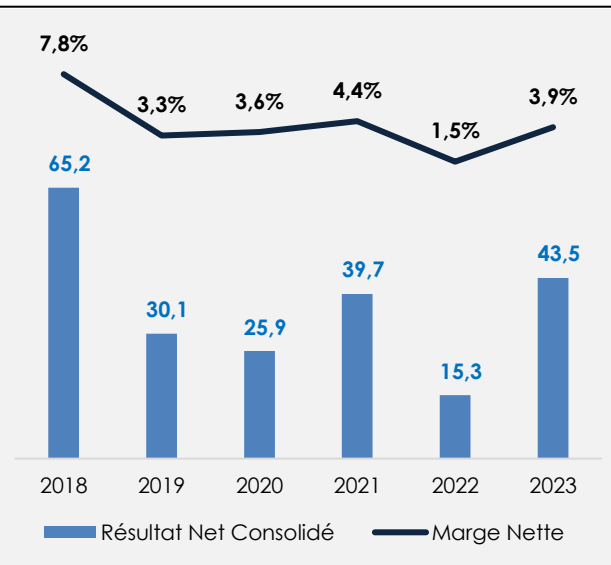
Graph 5. Evolution des revenus par métiers, Mdt



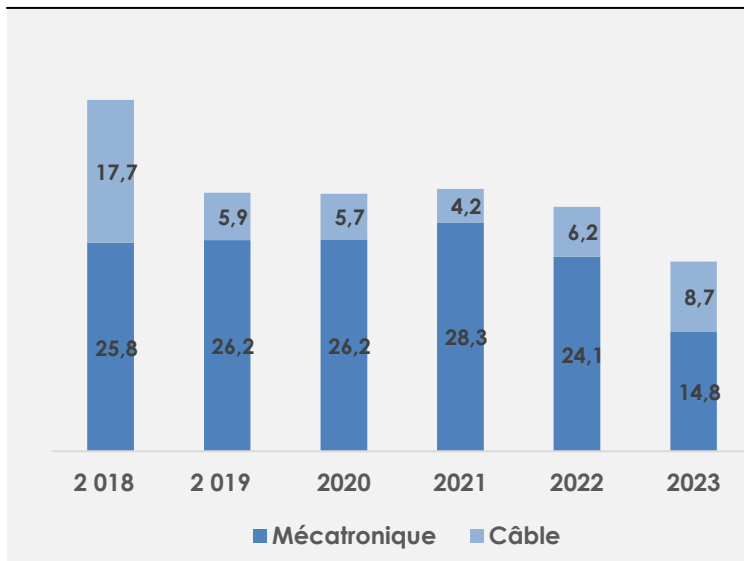
Graph 6. Evolution de l'EBITDA Consolidé, Mdt



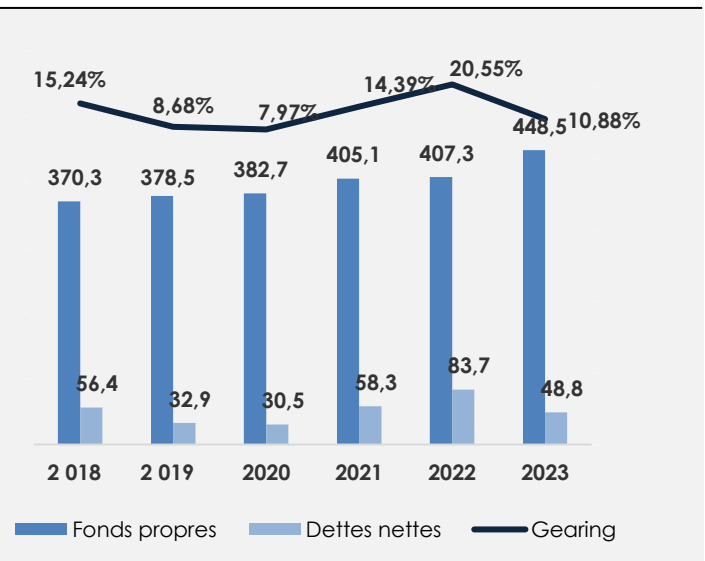
Graph 7. Evolution du résultat consolidé Mdt



Graph 8. Evolution des investissements, Mdt



Graph 9. Evolution de la structure financière



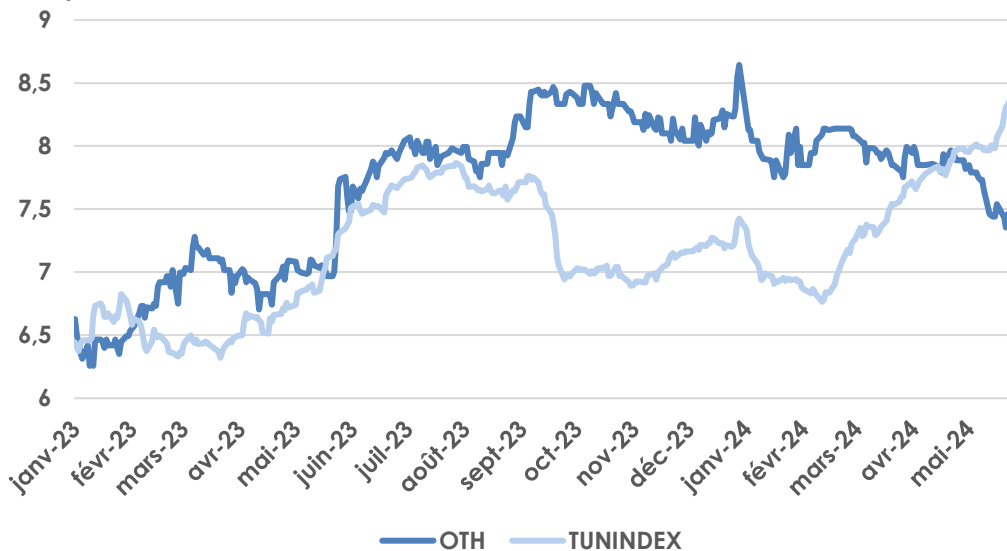
## Analyse SWOT

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

## Performance du cours de l'action OTH

Le graphique suivant retrace le cours de l'action OTH depuis début 2023 et son évolution à ce jour (31/05/2024).

**Graph 10. Evolution du cours OTH**



En 2023, le titre OTH a réalisé un bon parcours boursier avec une performance sur l'année de 30.22% favorisé par les bonnes performances fondamentales du groupe. En 2024, la tendance s'est inversée et le titre s'est affiché en baisse pénalisé par l'annonce des indicateurs du premier trimestre qui affichent une mauvaise orientation du chiffre d'affaires même si cette baisse a été prévue. Le titre a touché un plus bas de 7.354 Md€ en date du 22/05/2024 perdant 12.7% par rapport au début de l'année. Actuellement, le cours semble se redresser et sa liquidité s'améliorer anticipant un meilleur 2 T2024.

## Evolution de l'activité de OTH et prévisions

Les revenus générés par les différentes activités du groupe OTH ont augmenté en moyenne de 15.4% par an entre 2020-2023 pour dépasser le seuil des 1 100 Mdt en 2023 grâce aux segments particulièrement florissants à savoir les câbles (+ 16.2% en moyenne/ an) et de la mécatronique (+15.3 % 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..).

A partir de 2021, le groupe OTH a réussi à rebondir en affichant une croissance continue lui permettant de dépasser ses niveaux de ventes d'avant pandémie grâce à la forte reprise de l'export (+17.2% de TCAM 20/23). Cette performance opérationnelle a démontré encore une fois la solidité et l'expertise du groupe, malgré la volatilité et la cherté de la matière première et les fluctuations que connaît 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 503.6 Mdt en 2023, soit 45.6% du CA consolidé et contribuant à hauteur de 57.9% du bénéfice 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 2023, sa contribution au CA consolidé a été de 49.4% (vs 46.3% en 2022) et plus de 41% au résultat net consolidé (18.1 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 Bosch, 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 2023, le chiffre d'affaires du pôle mécatronique a dépassé 545 Millions de dinars, en augmentation de 12.6% par rapport à 2022. Après la pénurie des semi-conducteurs et les difficultés logistiques rencontrées en 2022, le management confirme le retour à la normale dans le secteur et que le groupe commence à tirer profit des actions engagées par rapport aux perturbations de la supply chain et par rapport au phénomène de retour vers de plus proches sources d'approvisionnement.

Entre 2020 et 2023, One Tech Group a réalisé d'importants investissements dans ce segment (un peu plus de 93 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.

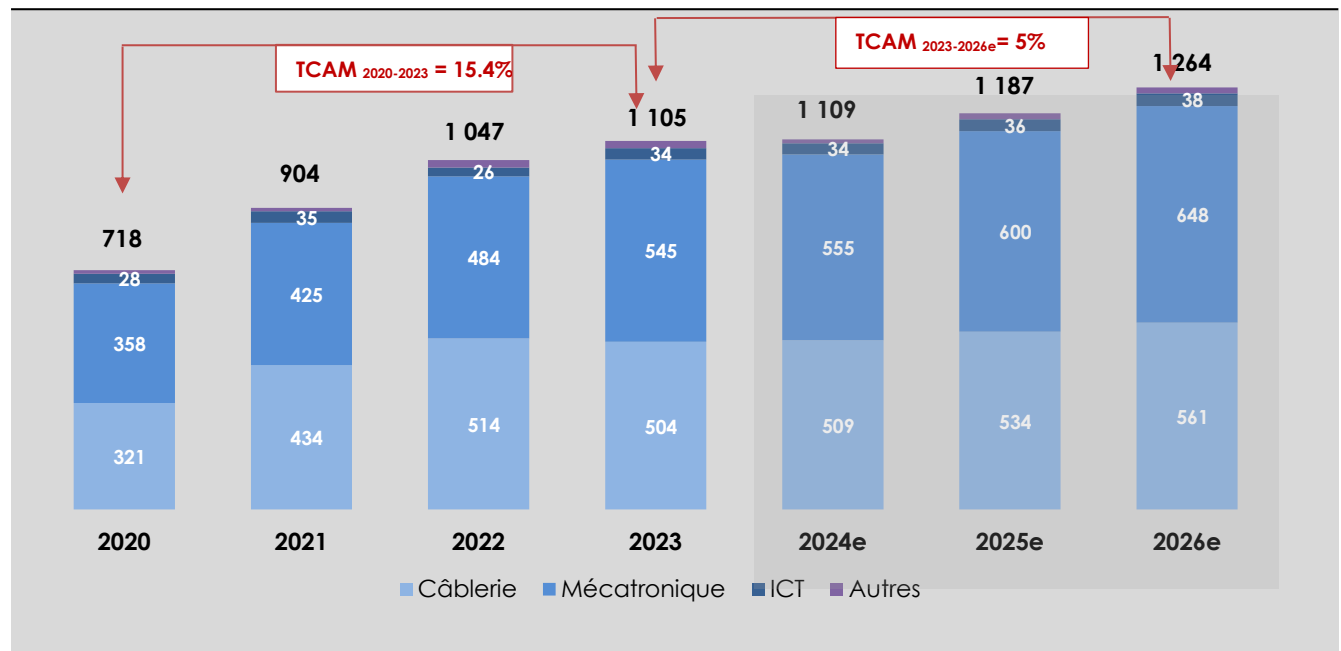
**L'activité Télécom**, qui reste le dernier né du groupe est actuellement composée de 4 sociétés et génère environ 3% du CA du groupe (soit 33.7 Mdt). En 2023, le pôle ICT, réalise une croissance significative des revenus (+28%) dénotant une certaine reprise des projets d'infrastructure IT sur le marché local. Depuis 2020, ce pôle dégage un EBITDA et un EBIT positifs témoignant de sa restructuration réussie.

Pour 2024, le management du groupe reste optimiste malgré la baisse des ventes au 1T2024 suite à un repli de la demande sur les marchés de l'exportation qui a touché aussi bien le secteur du bâtiment que celui de l'automobile. La principale raison de cette baisse de la demande étant la hausse des taux d'intérêts qui sévise



depuis un moment sur les marchés internationaux. Cette baisse est également due à un effort de rationalisation du mix-produits dans l'objectif de l'amélioration des marges opérationnelles du groupe.

**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.**

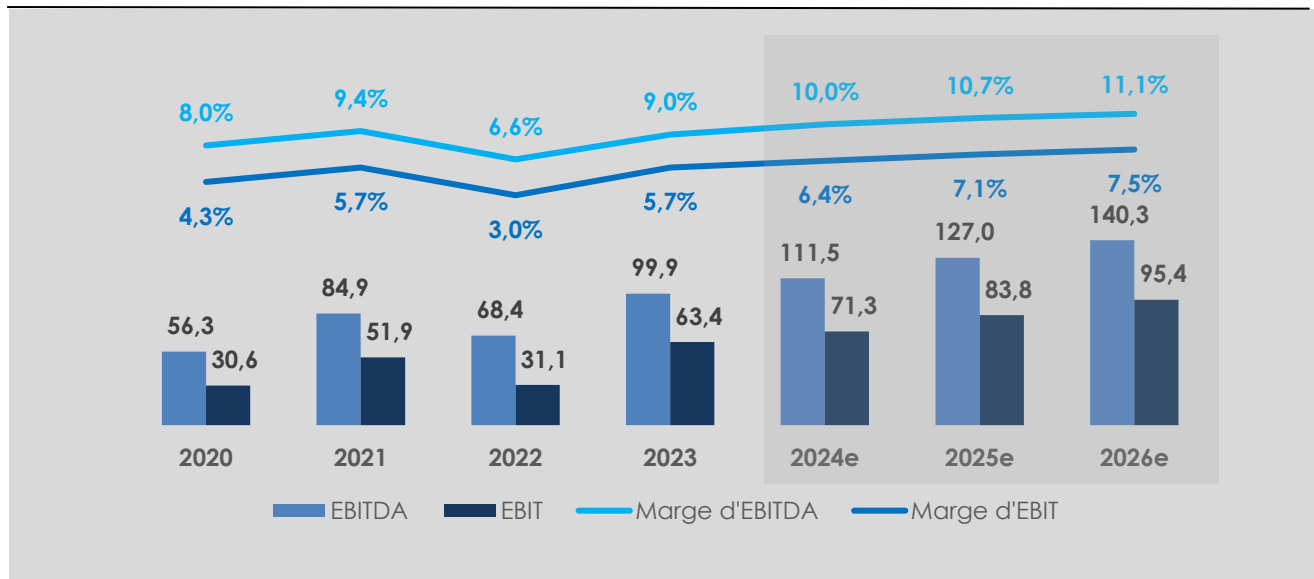
**Pour la période prévisionnelle, le groupe s'oriente plutôt vers la consolidation des revenus avec une évolution plus ralentie (soit TCAM de 5%) suite à la rationalisation du mix-produit pour une meilleure montée en marges.** D'ailleurs le groupe est en cours d'implémentation d'un plan de transformation opérationnelle (prévu fin 2024) notamment pour le pôle mécatronique. Cette stratégie permettra de profiter des synergies entre les différentes entités de ce pôle et d'activer plusieurs leviers d'amélioration pour développer des produits à plus fortes valeurs ajoutées tout en diversifiant l'activité. D'ailleurs en 2023, a réussi à engager de nouveaux clients pour un montant de commandes de 10.2 M€ dont 70% hors secteur automobile, le tout dans une logique de diversification. Le groupe a également actionné en 2023 une stratégie de centralisation de l'ensemble de ses achats afin de pouvoir bénéficier des économies d'échelles et accéder à des prix plus compétitifs en relation avec les commandes de moyenne et de grande taille, cela permettra d'améliorer sensiblement le taux de rétention des clients.

L'objectif du groupe reste **la montée dans la chaîne de valeur** en passant 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. D'ailleurs l'intégration en amont de **SOFIA Technologies** s'inscrit dans cette logique puisqu'elle 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**, qui est une activité de volumes, devrait rester la vache à lait du groupe mais avec une croissance plus lente que les années passées. D'ailleurs, le groupe se déploie de plus en plus sur les câbles en aluminium pour répondre aux besoins des clients. D'ailleurs, à cause de la **hausse permanente des prix du cuivre**, les professionnels et les industriels se tourne de plus en plus vers l'utilisation du câble aluminium qui coute beaucoup moins cher quel

que soit la longueur. Sachant que le prix peut varier du simple au double entre un conducteur cuivre et son équivalent en conducteur alu à conditionnement égal. Pour le groupe OTH, la commercialisation des câbles en aluminium aura un impact négatif sur le chiffre d'affaires mais au niveau marge l'impact est très positif. Le groupe est également en cours d'homologation de ses câbles photovoltaïque et l'obtention de l'homologation VDE pour les câbles moyenne tension destinés au marché Allemand, un marché à très fort potentiel selon le management de OTH.

**Graph 12 : Evolution de l'EBE et de la marge d'EBE sur la période 2020-2026<sup>e</sup> (Mdt)**



Source : OTH, estimations MAC SA

**La stratégie de montée dans la chaîne de valeur, la diversification des produits et des marchés, et la rationalisation du mix-produit a fortement amélioré le niveau de la marge brute en 2023** qui a augmenté de 22% et une nette amélioration du taux de marge brute consolidé à 24,1% vs 20,8%, en raison de l'imputation des anciennes augmentations des prix de la matière première et de la stabilisation des charges variables: énergie, transport et des emballages ;

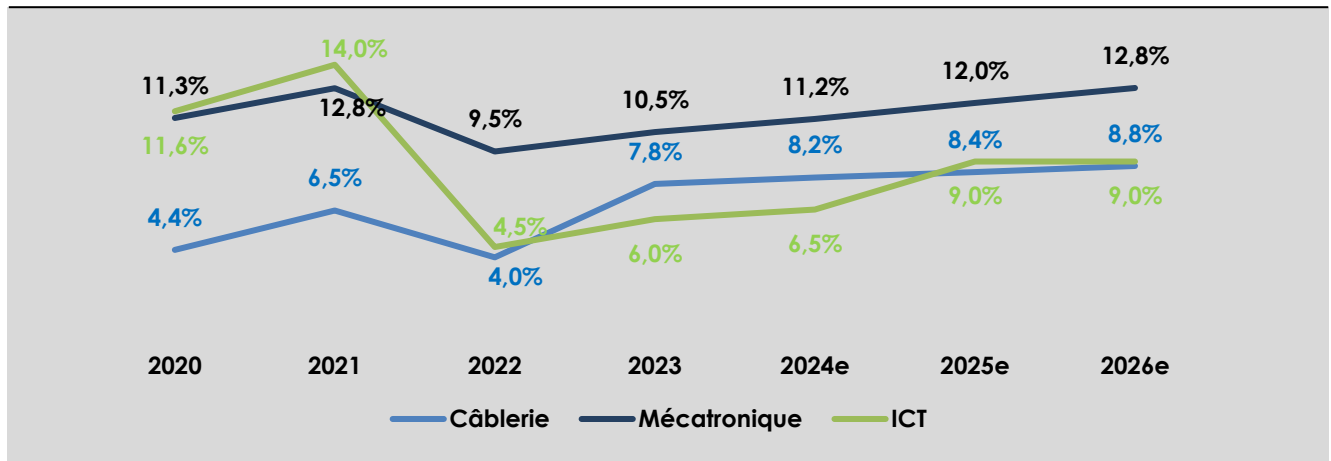
Employant 5126 personnes à fin 2023, la masse salariale pèse pour 10.2% du CA du groupe. Ce niveau est raisonnable puisque la plupart du personnel est hautement qualifié avec un taux d'encadrement de 30%. Pour la période prévisionnelle ce ratio de la masse salariale devrait se maintenir au même niveau grâce à l'amélioration de la productivité.

**L'amélioration sensible de la marge brute du groupe et la maîtrise des charges d'exploitation malgré la forte hausse du taux d'inflation ont permis au groupe d'afficher un EBITDA consolidé record de 100 Mdt contre 68,4 Mdt en 2022 (+46%). Cette performance opérationnelle a concerné aussi bien le pôle câbles que celui de la mécatronique. En termes de contribution, le pôle mécatronique reste le principal contributeur en raison de sa plus forte valeur ajoutée. Selon nos estimations, avec la rationalisation du mix produit, 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 et de revenir à ses niveaux de marge d'EBE antérieurs (supérieurs à 10%) et d'afficher un taux de 10.1% au titre de l'exercice 2024<sup>e</sup> pour atteindre 11.4% à l'horizon de 2026<sup>e</sup>. L'EBE enregistrerait ainsi un TCAM de 13% sur la période 2023-2026<sup>e</sup>. Déjà le groupe est bien engagé dans 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** (démarrage prévu fin 2024). Pour être au diapason des standards internationaux de l'industrie 4.0, OTH a procédé, à partir de 2021, à **une refonte de son système d'information** pour mieux standardiser ses process (industriels, clients, fournisseurs etc..). Ayant un profil exportateur notamment vers l'UE, le groupe OTH est également engagé dans le projet empreinte carbone pour se conformer aux exigences des ses clients européens en termes d'émission CO2.**

Par métier, la contribution la plus importante à la formation de l'EBITDA et de l'EBIT en 2023 provient encore du pôle Mécatronique, cependant la contribution du pôle câbles s'est largement améliorée par rapport aux deux dernières années. Quoique faible, l'EBITDA et l'EBIT du pôle IT sont positifs suite à un partenariat structurant engagé avec le géant des plateformes IT BACKBASE.

L'activité l'emballage pharmaceutique a contribué à hauteur de 3,9 Mdt dans le résultat d'exploitation global. Pour rappel, en avril 2024, la filiale Heliopack a été cédée au géant de l'emballage Aluflexpack a rapporté 5.5 Millions d'euros à OTH. Cette cession aura un impact positif sur la situation financière du groupe et lui permettra de se concentrer sur ses activités stratégiques qui sont la mécatronique et les câbles.

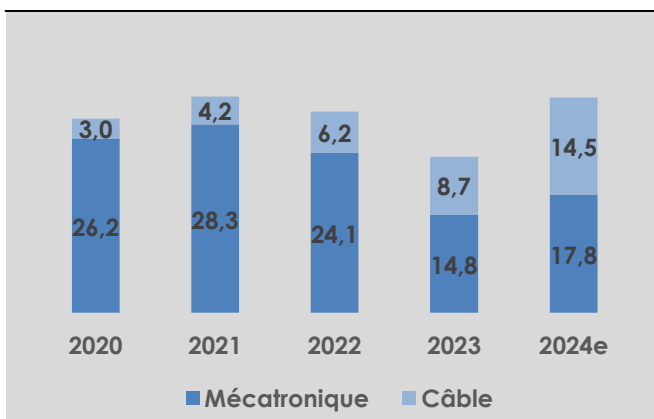
**Graph 13 : Evolution des taux de marge d'EBE par métier**



Source : OTH, Estimations MAC SA

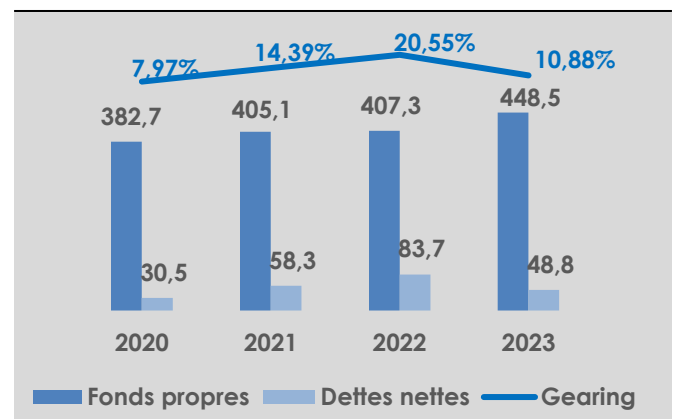
Comme précisé plus haut, le groupe OTH a fortement investi dans le segment mécatronique pour suivre l'évolution technologique mais aussi pour monter en gamme et diversifier ses solutions produites pour attirer davantage de clients internationaux de premier ordre. Sur les quatre dernières années, le groupe a investi un peu plus de 123 Mdt dont 75% ont été accaparés par la mécatronique, le moteur de croissance pour le groupe. 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 net de 48.8 Mdt soit un gearing qui n'est que de 10.9% et 0.5x l'EBITDA alors que ses fonds propres s'élèvent à 448.5 Mdt.

**Graph 14. Evolution des investissements par métier ( Mdt)**



Source : OTH, MAC SA

**Graph 15. Evolution de la structure financière ( Mdt)**

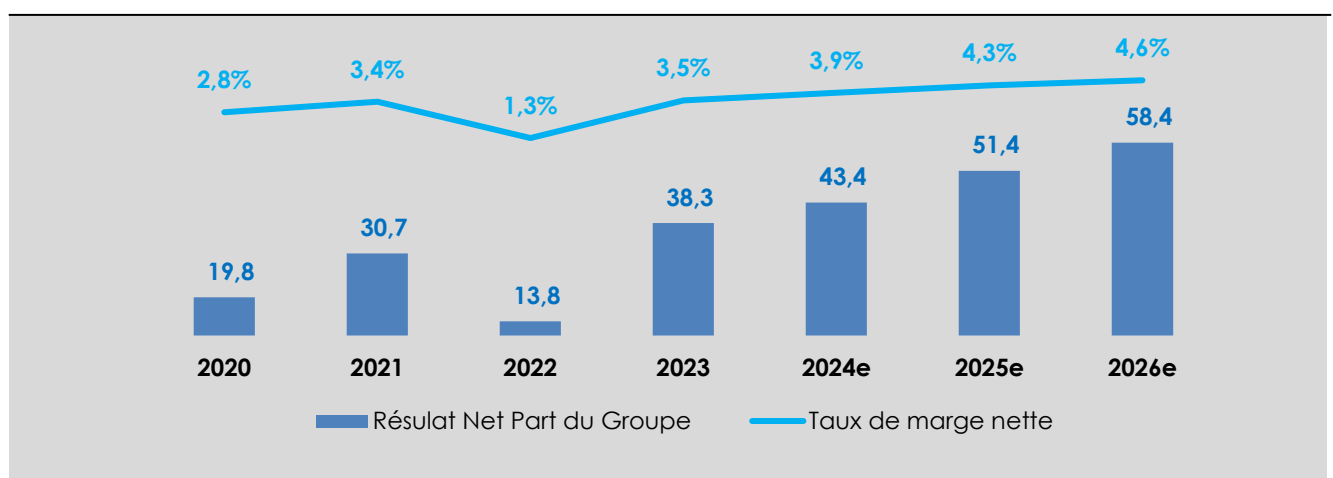


Source : OTH, MAC SA

Grâce à la consolidation de ses revenus, ainsi qu'à une amélioration des marges opérationnelles, OTH serait selon nos estimations en mesure d'afficher une évolution annuelle moyenne de son RNPG supérieure à 18% sur les prochaines années. Cela dit, la rentabilité du groupe reste relativement faible avec un taux de marge nette de 3.5% en 2023 et qui devrait atteindre 5% en 2026. Pour rappel, les prévisions de 2024 ne tiennent pas compte de la plus-value réalisée lors de la cession de la société Helioflex.

Ce renforcement de la capacité bénéficiaire devrait permettre au Groupe OTH de poursuivre une politique d'investissement continue ainsi qu'une politique stable de distribution de dividendes. Ainsi, tenant compte d'un payout moyen 68% du RNPG des cinq 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 18% sur la période 2023 - 2026E). Cependant, nous aimerions souligner que OTH semble vouloir accélérer sa croissance par des opérations d'acquisitions externes en zone Euro, et que cela aurait un impact sur sa 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 du câble et 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 logiciels 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.**

**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.**

en millions de Dt	2020	2021	2022	2023	TCAM 20_23	2024e	2025e
Chiffre d'affaires Consolidé	718,6	905,1	1 046,8	1 104,8	<b>15,4%</b>	1 109,2	1 187,1
<i>Variation</i>	<i>-20,0%</i>	<i>26,0%</i>	<i>15,7%</i>	<i>5,5%</i>		<i>0,4%</i>	<i>7,0%</i>
EBITDA	56,3	84,9	68,4	99,9	<b>21,1%</b>	111,5	127,0
<i>Variation</i>	<i>-27,4%</i>	<i>50,9%</i>	<i>-19,4%</i>	<i>46,1%</i>		<i>11,6%</i>	<i>13,9%</i>
Résultat Financier	- 1,0	- 4,7	- 8,5	- 7,1	<b>90,5%</b>	-7,5	-8,3
<i>Variation</i>	<i>91,7%</i>	<i>361,9%</i>	<i>80,0%</i>	<i>16,9%</i>		<i>5,3%</i>	<i>10,5%</i>
Résultat des activités ordinaires avant impôt	30,4	49,2	21,8	55,7	<b>22,4%</b>	63,9	75,6
<i>Variation</i>	<i>-16,1%</i>	<i>62,1%</i>	<i>-55,7%</i>	<i>155,3%</i>		<i>14,6%</i>	<i>18,3%</i>
Impôts sur les bénéfices	4,5	9,6	6,6	12,2	<b>39,8%</b>	12,8	15,1
Résultat Net Consolidé	25,5	39,4	14,4	42,4	<b>18,5%</b>	51,1	60,5
<i>Variation</i>	<i>-15,5%</i>	<i>54,6%</i>	<i>-63,4%</i>	<i>193,4%</i>		<i>20,6%</i>	<i>18,3%</i>
Part des minoritaires	5,7	8,7	0,6	4,0	<b>-11,0%</b>	7,7	9,1
Résultat Net Part du Groupe	19,8	30,7	13,8	38,3	<b>24,7%</b>	43,4	51,4
<i>Variation</i>	<i>-13,0%</i>	<i>55,5%</i>	<i>-55,1%</i>	<i>177,9%</i>		<i>13,3%</i>	<i>18,3%</i>
<b>Actifs économique</b>							
Actifs immobilisés	231,1	238,0	239,6	246,3	4,4%	278,3	305,5
BFR	184,7	228,2	256,2	254,0	8,7%	248,9	249,9
<b>Capitaux employés</b>	<b>413,2</b>	<b>463,4</b>	<b>491,0</b>	<b>497,3</b>	<b>6,3%</b>	<b>527,2</b>	<b>555,4</b>
Capitaux Propres	382,7	405,1	407,3	448,5	5,8%	477,9	514,2
Endettement net	30,5	58,3	83,7	48,8	14,1%	49,3	41,2
<b>Capitaux investis</b>	<b>413,2</b>	<b>463,4</b>	<b>491,0</b>	<b>497,3</b>	<b>6,3%</b>	<b>527,2</b>	<b>555,4</b>
Investissements	36,9	31,1	32,8	26,2		32,8	26,2
Free Cash Flow	27,9	0,8	1,0	63,2		70,0	81,3
Dividendes	13,4	18,5	14,1	20,1		21,7	24,1
Taux de marge Brute	26,4%	22,0%	20,1%	24,8%		25,3%	25,8%
Taux de marge d'EBITDA	7,8%	9,4%	6,5%	9,0%		10,1%	10,7%
Taux de l'IS apparent	14,7%	19,5%	30,1%	21,9%		20,0%	20,0%
Taux de marge nette	2,8%	3,4%	1,3%	3,5%		3,9%	4,3%
ROE	5,4%	8,2%	3,5%	9,3%		10,0%	11,1%
ROIC	6,3%	9,0%	4,4%	10,0%		10,8%	12,1%
Gearing	8,0%	14,4%	20,5%	10,9%		10,3%	8,0%
Dette nette /EBITDA	0,5	0,7	1,2	0,5		0,4	0,3
Nombre de Titres ( en millions)	53,6	80,4	80,4	80,4		80,4	80,4
BPA	0,25	0,38	0,17	0,48		0,54	0,64
BVPA	4,76	5,04	5,07	5,58		5,94	6,40
DPA	0,250	0,230	0,175	0,250		0,270	0,300

Source : OTH, Estimations MAC SA

## Valorisation et Opinion

Nous valorisons OTH par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF), de la méthode d'actualisation des dividendes BATES et la méthode des comparables. Nous nous basons pour notre valorisation sur un WACC de 11,93%.

Pour la valorisation de OTH, nous nous sommes basés sur trois méthodes d'évaluation l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF), de la méthode d'actualisation des dividendes BATES et la méthode des comparables.

Notre valorisation de OTH fait ressortir **un cours cible de 10.42 DT par action**, soit un potentiel de hausse de 27.54% par rapport au cours actuel, d'où notre recommandation d'**ACHETER** le titre.

### Valorisation issue des différentes méthodes

Méthode	Prix par action en DT
Moyenne des comparables	12,32
DCF	8,26
BATES	10,67
<b>Cours cible</b>	<b>10,42</b>
Cours actuel	8,17
<b>Potentiel de hausse</b>	<b>27.54%</b>

Source : Estimations MAC SA

**Hors élément exceptionnel et dans l'état actuel de l'évolution de l'activité du groupe OTH, nous valorisons le titre OTH à 10.42 Dt par action, soit un potentiel de hausse de 27.54% comparé au cours actuel en date du 30/05/2024. A ce cours cible, OTH traiterai à des multiples induits de P/E de 18.2x en 2024<sup>E</sup> et un multiple EV/EBITDA 2024<sup>e</sup> de 7.9x, des niveaux de valorisation encore attrayants par rapport à ses peers internationaux.**

OTH présente intrinsèquement un potentiel d'appréciation intéressant et nous sommes confortés dans notre opinion positive sur le titre par les éléments suivants :

- Un profil de croissance attractif à moyen et long-terme compte tenu de **la nouvelle orientation stratégique** du groupe vers une montée dans la chaîne de création de valeur en ambitionnant de passer du statut de sous-traitant à celui de fournisseur de premier rang de modules complets et intelligents, avec des logiciels embarqués pour les grands donneurs d'ordre et dans tous les secteurs.
- 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.
- Le groupe OTH est en perpétuelle évolution et transformation pour suivre l'évolution technologique pour être au diapason des attentes de ses clients et parfois les anticiper à l'instar de la migration vers **l'industrie 4.0** pour une meilleure optimisation du process, l'orientation vers **le photovoltaïque** pour réduire sa dépendance face aux énergies fossiles et réduire sa facture énergétique mais aussi pour son engagement dans **l'empreinte carbone** pour préserver sa compétitivité notamment sur le marché européen.
- Une politique de maîtrise des charges entamée depuis 2020 et qui devrait se poursuivre dans les prochaines années ce qui permettra une meilleure compétitivité et **une meilleure rentabilité**.
- 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.
- Une plus-value réalisée sur la cession de HELIOFLEX qui s'élève à 5.5 Millions d'euros (soit près de 19 Mdt) qui devraient être comptabilisés au titre des exercices 2024 et 2025 et non intégrée dans nos prévisions.

**Présentation des principaux comparables de OTH**

Sociétés		Capitalisation Boursière ( M USD)	P/E		EV/CA		EV/EBITDA	
			2023	2024e	2023	2024e	2023	2024e
Méca	TIM Technologies, Inc.	1 913,4	18,8x	12,3x	1,1x	1,0x	8,6x	7,7x
	Rogers Corporation	2 176,9	32,1x	34,4x	2,4x	2,3x	19,1x	15,3x
	KCE Electronics	1 333,0	25,8x	22,0x	3,0x	2,7x	17,0x	13,9x
	Plexus Corp.	3 103,9	31,3x	20,5x	0,8x	0,8x	11,5x	10,7x
Câbles	Belden Inc.	3 969,8	19,1x	15,5x	2,0x	2,0x	11,6x	11,5x
	Prysmian S.p.A.	18 094,2	33,4x	19,8x	1,2x	1,2x	12,9x	10,6x
	Finolex Cables Ltd	2 636,5	33,6x	28,6x	3,8x	3,4x	21,6x	24,8x
	Nexans S.A.	5 377,8	23,1x	16,4x	0,7x	0,8x	8,8x	7,3x
	Bizlink Holding Inc.	1 350,8	19,6x	11,9x	1,0x	0,9x	8,1x	6,0x
	Ibiden co, Ltd	5 585,7	27,9x	22,4x	2,3x	2,1x	8,9x	7,6x
	Juniper Networks, Inc.	11 273,8	50,4x	16,9x	2,2x	2,3x	16,7x	11,4x
IT	Arista Networks, Inc.	96 061,5	42,6x	38,5x	14,9x	13,1x	35,8x	29,6x
	Verizon Communications Inc.	167 275,8	14,9x	8,6x	2,6x	2,6x	6,5x	7,1x
	Cisco Systems, Inc.	187 017,6	15,7x	13,3x	3,6x	3,7x	11,5x	10,1x
	<b>Médiane</b>		<b>26,9</b>	<b>18,3</b>	<b>2,25</b>	<b>2,18</b>	<b>11,6</b>	<b>10,7</b>
<b>One Tech Holding</b>	<b>211,2</b>	<b>17,1</b>	<b>14,3</b>	<b>0,64</b>	<b>0,64</b>	<b>7,1</b>	<b>6,3</b>	

**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](mailto:macsa@macsa.com.tn)Web : [www.macsa.com.tn](http://www.macsa.com.tn)**Département Recherches****Salma Zammit Hichri**

Chef du département

[salma@macsa.com.tn](mailto:salma@macsa.com.tn)**Ahmed Ibrahim Cherif**

Analyste Senior

[ibrahim@macsa.com.tn](mailto: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.