

Compte de résultat

Chiffres en mDt	2016	2017	2018	2019e	2020p	2021p
Chiffre d'affaires consolidé	573 649	698 709	838 630	898 572	1 033 358	1 167 695
<i>Progression</i>	-	22%	20%	7%	15%	13%
Marge Brute	145 205	178 243	210 365	219 252	256 273	289 588
Taux de marge brute	25,3%	25,5%	25,1%	24,4%	24,8%	24,8%
<i>Progression</i>	-	23%	18%	4%	17%	13%
EBITDA	59 282	71 365	91 012	82 386	102 251	113 313
Marge d'EBITDA	10,3%	10,2%	10,9%	9,2%	9,9%	9,7%
<i>Progression</i>	-	20%	28%	-9%	24%	11%
Résultat net part du groupe retraité	26 895	42 036	57 324	35 333	53 624	59 144
<i>Progression</i>	-	56%	36%	-38%	52%	10%
Marge nette	5,9%	7,4%	7,8%	4,5%	5,9%	5,8%

* Les résultats sont retraités des éléments exceptionnels comme la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat et les plus ou moins values sur cession.

Sources: Etats financiers consolidés et prévisions de Tunisie Valeurs.

▪ **L'année 2019 a été un accident de parcours pour One Tech Holding. Sur fond de pertes de change, le groupe devrait afficher une normalisation des bénéfices après une période 2017-2018 faste, qui a profité du glissement du dinar. Ces pertes de change sont des pertes « comptables » récupérables qui n'affectent nullement les cash flow de l'exportateur national et n'altèrent en rien le bon trend de croissance de l'activité d'exploitation.**

▪ **Les perspectives de One Tech restent prometteuses. Ses ventes devraient rebondir de plus belle à partir de 2020, pour retrouver voire dépasser la performance *bottom line* des années 2017-2018. L'offensive mécatronique et l'innovation resteront les lignes de conduite du management, dans les prochaines années pour accompagner les évolutions technologiques dans l'industrie, et en particulier dans le secteur automobile.**

▪ **Le cachet international d'OTH, la solidité de ses fondamentaux et son double profil: croissance (activité mécatronique)/ vache à lait (activité câblerie) resteront les avantages comparatifs du groupe dans une conjoncture boursière où le « *Flight To Quality* » prévaut. D'ailleurs, c'est le mariage entre l'activité mécatronique et l'activité câblerie qui vaudrait à OTH d'être épargné du changement de la fiscalité des exportations à partir de 2021.**

▪ **La valorisation actuelle du titre intègre le faux pas de l'année dernière. Mais, elle ne capte pas convenablement les perspectives de croissance de l'après 2019. Les multiples d'OTH offrent un point d'entrée intéressant sur une valeur de fonds de portefeuille, avec une bonne visibilité, un tour de table institutionnalisé et un management de qualité. Nous restons à l'« Achat » sur One Tech Holding.**

Prix : 14,740 Dt

Acheter (+)

Actionnariat

Famille SELLAMI:	44%
MPEF III et AfricInvest Fund III ⁽¹⁾ :	17%
Ekuity Capital ⁽²⁾ :	5%
Société Financière Internationale:	4%
Flottant:	30%

Capitalisation boursière: 790MDt

Ratios boursiers ⁽³⁾:

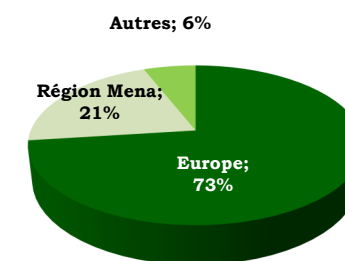
PER 2020e:	14,7x
Yield 2019e:	2,7%
EV/EBITDA 2020e:	8,5x
ROE 2020e:	16,3%
Performance 2020:	+9,1%

⁽¹⁾ Fonds d'investissement gérés par AfricInvest

⁽²⁾ Ex CTDK

⁽³⁾ Données au 25 Février 2020

Répartition géographique des ventes (2018)



I- Présentation du Groupe One Tech Holding

▪ One Tech - comme son nom l'indique - se distingue par deux spécificités : (1) le concept *One Stop Shop*, qui consiste à être un prestataire « guichet unique » offrant au client une gamme de produits complémentaires et (2) la Technologie, en offrant des produits à forte valeur ajoutée. Une 3^{ème} spécificité caractérise le groupe OTH : sa forte présence à l'international puisque 80% de son chiffre d'affaires est réalisé à l'export, et principalement en Europe.

▪ Les deux principales lignes de métiers sont :

1) La câblerie : métier historique qui continue à jouer le rôle de « vache à lait » pour le groupe. Ses débouchés sont les secteurs de l'énergie, des Télécoms et de l'automobile et ses marchés sont situés pour la majorité en Europe. Activité mature, le poids de la câblerie a décliné au fil des années pour laisser la place à de « nouveaux métiers » plus rentables et à plus forte croissance,

2) La mécatronique : un nom hybride pour désigner l'activité de conception et d'assemblage de composants électromécaniques destinés exclusivement à l'export et principalement aux secteurs de l'automobile (85% du chiffre d'affaires) mais également à l'industrie aéronautique, électroménagère, médicale.... Sur les dernières années, les efforts de développement d'OTH se sont concentrés sur ce métier dont les marges et les perspectives sont plus importantes que la câblerie. Depuis 2016, le chiffre d'affaires mécatronique a rattrapé celui de la câblerie. Il est également devenu le principal relais de rentabilité du groupe.

1) Les Télécom : Il s'agit d'une activité benjamine au niveau du groupe. Ce segment n'a pas progressé au rythme souhaité et continue à ce jour à présenter des résultats déficitaires.

« Le concept du One Stop Shop est le concept structurant autour duquel s'est construit le groupe One Tech Holding »

▪ La diversification du groupe OTH s'est faite progressivement au fil des années, dans un double objectif de développer des activités plus rentables et d'exploiter des convergences entre les métiers où des synergies, commerciales et opérationnelles, peuvent s'opérer

▪ En somme, OTH est un groupe 'internationalisé' qui allie des activités aux différents profils : d'un côté, une activité de câblerie « vache à lait » qui continue à sécuriser la rentabilité et les cash flow du groupe mais confrontée à une maturité de ses marchés. De l'autre, une activité « vedette » de la mécatronique dont le marché affiche de belles perspectives et où OTH a encore du potentiel. L'activité Télécom est, quant à elle, encore convalescente et son intérêt est de moins en moins stratégique pour le groupe.

« Le management visionnaire de One Tech a su naviguer au travers les évolutions technologiques au fil des années. Le groupe jouit de nos jours d'un business model à deux manettes, parfaitement complémentaires: la câblerie et la mécatronique »

II- Faits & éléments saillants au 30 juin 2019

▪ Le crû du premier semestre 2019 a été mitigé. L'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance mais la rentabilité a été plombée par les pertes de change.

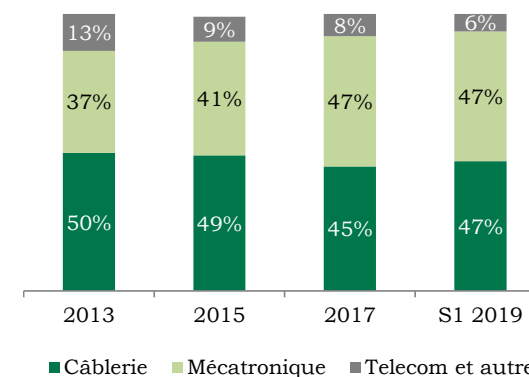
▪ Les revenus du groupe ont affiché une croissance salubre de 14,8% à 474MDt, atteignant ainsi un nouveau palier historique. Cette évolution est attribuable au pôle câblerie (+20% à 222MDt) et au pôle mécatronique (+12% à 222MDt).

▪ Le groupe a tant bien que mal réussi à défendre ses marges non seulement face au contexte inflationniste (hausse des frais généraux de 13,6% à 67MDt) mais aussi face à l'appréciation du Dinar (+4% vis-à-vis de l'Euro entre le 30 juin 2018 et le 30 juin 2019). Cette résistance est redevable à trois principaux facteurs:

i) La « montée en valeur » avec l'orientation croissante vers l'innovation et les produits à forte composante technologique dans l'activité mécatronique. Notons, à cet effet que cette branche dégage une marge brute deux fois plus élevée que l'activité câblerie,

ii) Les efforts d'investissement dans la productivité et la qualité. Le groupe a déboursé en moyenne, une enveloppe de 35MDt d'investissement sur la période 2014-2018 pour monter en volume, optimiser ses *process* et améliorer la qualité de ses produits,

Evolution de la structure des revenus consolidés



iii) La couverture « naturelle » contre le risque de change. En fait, les ventes à l'export couvrent totalement les achats de matières premières ce qui signifie que structurellement, OTH est immunisé contre le risque de change.

- C'est ainsi qu'au terme du premier semestre 2019, la marge brute a reculé de 0,3 point de taux, seulement à 24,3%. Quant à la marge d'EBITDA, elle s'est maintenue aux alentours de 10%. Avec des marges qui résistent et des ventes plus grandes, OTH a vu son EBITDA bondir de 12,4% à 48,8MDt.

« Les marges du groupe font preuve de résistance grâce la stratégie de montée en valeur mise en place par le management, aux efforts d'investissement dans la productivité et à la couverture naturelle contre le risque de change »

- Le revirement important du contexte de change entre la période 2017-2018 et la première moitié de 2019 a été quasiment sans effet sur les marges d'OTH. Cependant, le résultat financier (solde des produits financiers et des charges financières) du groupe s'en est nettement ressenti. Cet agrégat qui était une « source de rentabilité » pour OTH est passé en territoire négatif (passage d'un surplus de 611 mille dinars au terme du S1 2018 à des charges de 7,2MDt au S1 2019), pour la première fois depuis le S1 2016, sous le poids des pertes nettes de change. Résultat des courses: en dépit de la bonne orientation de l'activité d'exploitation, OTH a subi une dégradation de sa rentabilité nette. Le résultat net part du groupe a décroché de 18,8% à 22,4MDt.

- Outre son cachet international, OTH conserve une spécificité d'autant plus recherchée dans la conjoncture actuelle difficile: son bilan sain. La gestion du BFR est optimisée (un BFR moyen de 3

mois de chiffre d'affaires sur les trois dernières années). L'activité d'exploitation dégage des cash flow confortables qui autofinancent les investissements. Très peu de dettes donc pour OTH (63MDt soit 17% des fonds propres, au terme des six premiers mois de 2019) qui a toujours privilégié la prudence dans ses financements. Un bilan solide qui permet au Holding de disposer d'une force de frappe importante pour poursuivre la croissance organique et saisir des opportunités de croissance externe. La dernière opération de croissance externe a été - à juste titre - réalisée en 2019: acquisition de 51% du capital de la société Sofia Technologies.

III- Perspectives d'avenir & prévisions

- Fleuron national de l'industrie électromécanique, OTH a continué à croître et à améliorer ses marges malgré une conjoncture atone en Europe (73% des ventes sont réalisées sur le vieux continent). Le groupe tire profit de l'offensive mécatronique, d'une politique d'optimisation des charges et des efforts d'investissement dans l'innovation, dans la productivité et dans la qualité qui commencent à se faire ressentir sur les résultats. Adossé à un bilan solide, le groupe s'arme pour devancer ses concurrents. Il poursuit sa montée en compétence technologique et s'organise pour maximiser les synergies entre ses métiers et ses filiales.

- La finalité stratégique du management est d'industrialiser les activités du groupe pour passer du statut de sous-traitant pour les secteurs automobiles, industriels et aéronautique au rang de fournisseur direct de modules complets et intelligents, avec des software embarqués pour les grands donneurs d'ordre.

Evolution des cash flow et de l'endettement

En MDt	2016	2017	2018	S1 2019
Cash Flow d'exploitation	53,9	28,7	18,9	33,0
Investissements	31,5	37,4	40,8	15,7
Free Cash Flow	22,4	-8,7	-21,9	17,3
Dettes nettes	6	40	56	63
Gearing	2%	13%	15%	17%

« La force de One Tech réside dans son bilan sain. Un atout de taille dans cette conjoncture difficile qui lui permet d'autofinancer ses investissements et de saisir les opportunités de croissance externe »

- L'industrie mondiale de l'automobile, principal aval de One Tech, devrait afficher deux tendances de fond dans les prochaines années:

1) Une poursuite de la croissance: L'urbanisation croissante dans les pays émergents et sous-développés et l'augmentation du revenu par habitant sont les principaux facteurs qui continueront à tirer la demande de voitures dans le monde. En outre, l'amélioration du niveau de vie, la disponibilité du crédit et la prolifération du marché secondaire des composants devraient davantage stimuler l'industrie automobile sur le prochain quinquennat (un taux de croissance annuel moyen de 7%, selon le management d'OTH).

« La finalité stratégique du management est d'industrialiser les activités de One Tech pour passer du statut de sous-traitant au rang de fournisseur direct de modules complets et intelligents pour les grands donneurs d'ordre »

2) Un marché assoiffé d'innovations: L'industrie automobile est actuellement en pleine mutation avec « l'afflux » d'innovations de rupture qui impliquent une pénétration croissante de l'électronique dans le processus de production: la voiture autonome, la voiture connectée, les périphériques intelligents et la Data Intelligence.

- Les principaux constructeurs automobiles du monde investissent massivement dans des activités de recherche et développement pour répondre à la demande croissante de véhicules technologiquement avancés. Par ailleurs, les experts prévoient que le nombre de voitures électriques dans le monde soit multiplié par 13x d'ici 2040 (correspondant à une progression de 13% par an d'ici là !).

- Les évolutions actuelles du marché automobile sont à l'avantage d'OTH, qui a fait de la mécatronique et de l'innovation ses axes de développement.

- La présence industrielle du groupe au Maroc est un atout supplémentaire ; le Maroc est devenu – et on le voit – depuis quelques années une véritable plateforme pour les constructeurs automobiles européens.

- La récente prise de contrôle de la société Sofia Technologies s'inscrit dans une optique de montée en compétence technologique. Elle permettra à One Tech d'exploiter d'importantes synergies dans le design mécatronique et le software embarqué. Ceci est autant vrai pour le secteur automobile que pour les secteurs industriel, agricole et médical.

- 2019 a été un accident de parcours pour l'exportateur national, et ce à deux égards: **i)** au niveau du chiffre d'affaires qui a affiché une baisse de régime (une progression annuelle de 7%

à 900MDt après une croissance moyenne de 21% sur la période 2016-2018) et **ii)** au niveau du résultat net qui devrait succomber aux pertes de change.

- Au vu des résultats des six premiers mois de 2019, nous tablons sur une baisse du résultat net part du groupe de 38% à 35MDt. Notons, enfin, que le niveau élevé des cash flow dégagés sur le premier semestre de 2019 (des cash flow disponibles de 17MDt) laisse la possibilité d'une distribution d'un dividende plus élevé.

- L'après 2019 s'annonce prometteur pour le groupe. Le management table sur une relance des ventes et sur une reprise de la rentabilité. Les revenus devraient regagner en vigueur avec une croissance moyenne de 14% sur la période 2020-2021. Ainsi, à partir de 2020, One Tech devrait entrer dans le club restreint des sociétés cotées avec des revenus supérieurs à 1 milliard de dinars. La montée en valeur ajoutée devrait favoriser une consolidation des marges et un rebond des résultats. Soulignons, à cet effet, que le changement de la fiscalité des exportations à partir de 2021 sera sans effet sur la rentabilité nette du groupe. La structure du chiffre d'affaires (80% export et 20% marché local) et la classification des activités du groupe (Câblerie, Mécatronique et Télécom) parmi les secteurs profitant du taux bonifié de 13,5% sont de nature à stabiliser le taux d'imposition effectif à l'IS (un taux effectif de 10% à fin 2018). C'est ainsi que le résultat net part du groupe devrait enregistrer un sursaut de 52% à 54MDt et de 10% à 59MDt, en 2020 et en 2021 respectivement.

- Si le groupe arrivait à étendre son portefeuille de clients vers de nouveaux marchés, notamment en Asie où la croissance est la plus forte on pourrait

imaginer des évolutions plus fortes sur les années à venir.

« L'après 2019 s'annonce sous le signe du rattrapage pour OTH. Le groupe devrait y renouer avec une croissance à deux chiffres au niveau des ventes et des résultats »

IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- L'année 2019 a dérogé à la croissance en bourse (-13%) après un parcours sans faute depuis la mise sur le marché de One Tech. Introduit, en 2013 à une capitalisation de 348MDt, le groupe est actuellement valorisé à 790MDt.

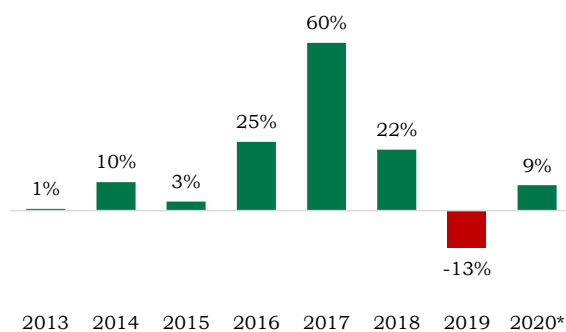
- Aujourd'hui, OTH traite à des multiples de 14,7x ses bénéfices 2020, un niveau de valorisation attrayant par rapport au benchmark (voir tableau dans la page suivante) et à l'industrie cotée à la bourse de Tunis (un PER moyen 2020e de 16,8x).

Déjà reflété dans le cours, le faux pas de 2019 ne suscite nullement notre inquiétude car il est dû à des éléments comptables récupérables (les pertes de change) et du moment que l'activité d'exploitation garde le cap sur la croissance.

- Les yeux sont désormais rivés sur 2020 et au-delà . Bien géré, doté d'une importante manne financière et résolument tourné vers l'international et les nouvelles technologies, OTH est bien outillé pour entamer un nouveau cycle de croissance. La chasse est ouverte aux *stock pickers*!

- **Nous réitérons notre opinion à l' « Achat » sur OTH.**

Parcours d'OTH depuis son introduction en bourse



* Données au 25/02/2020

Echantillon de comparables boursiers internationaux

	Société	Pays	VE/EBITDA 2020e	PER 2020e
Câblerie	Belden Cdt	Etat-Unis	9,7	11,5
	Nexans SA	France	5,4	14,0
	LEONI AG	Allemagne	4,0	64,7
	Finolex Cables Limited	Inde	10,6	13,6
	Prysmian	Italie	11,8	8,0
	Bizlink Holding Inc.	Taiwan	8,5	12,6
	KEI Industries Limited	Inde	8,4	13,2
	Médiane		8,5	13,2
Mécatronique	Ibiden	Japon	4,7	19,4
	Rogers Corp,	USA	11,4	19,3
	TTM Technologies Inc.	USA	6,9	13,1
	KCE Electronics	Thaïlande	11,1	20,1
	CTS Corp.	Etat-Unis	11,2	20,2
	Plexus Corp	Etats-Unis	9,9	10,5
	V-Guard Industries Limited	Inde	26,7	36,1
	Médiane		11,1	19,4
Télécom	Cisco Systems	Etats-Unis	10,5	14,8
	Verizon Communications Inc.	Etats-Unis	7,9	12,1
	Médiane		9,2	13,5
	Médiane (benchmark international)		9,7	16,1
	One Tech Holding	Tunisie	8,5	14,7

« Nous voyons dans OTH une opportunité de placement diversifiée et multidisciplinaire. L'offensive mécatronique et le positionnement sectoriel du groupe nous semblent opportuns. Les perspectives de croissance demeurent intéressantes et les compétences déjà prouvées par le management devraient assurer l'expansion à l'international »