

Compte de résultat consolidé

Chiffres consolidés en mDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Chiffre d'affaires	43 527	39 682	42 679	39 755	48 276	56 000
Progression	-	-8,8%	7,6%	-6,9%	21,4%	16,0%
Marge brute	38 550	33 626	35 708	33 976	43 051	50 120
Progression	-	-12,8%	6,2%	-4,9%	26,7%	16,4%
Taux de marge brute	88,6%	84,7%	83,7%	85,5%	89,2%	89,5%
EBITDA	7 371	7 564	8 412	8 211	12 680	14 949
Progression	-	2,6%	11,2%	-2,4%	54,4%	17,9%
Marge d'EBITDA	16,9%	19,1%	19,7%	20,7%	26,3%	26,7%
Résultat net part du groupe	17 081	9 451	4 379	7 146	9 064	11 029
Progression	-	-44,7%	-53,7%	63,2%	26,8%	21,7%
Marge nette	39,2%	23,8%	10,3%	18,0%	18,8%	19,7%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs

♦ Tous les clignotants sont au vert pour le Groupe Telnet Holding. Le spécialiste de l'ingénierie et du conseil en technologie a affiché un bon cru 2021 marqué par un rebond généralisé et une croissance à deux chiffres au niveau de ses indicateurs d'activité. Par ailleurs, Telnet est parvenu à consolider significativement ses marges et sa rentabilité.

♦ En mode « Télétravail » depuis la mise en place de mesures de confinement pour endiguer la propagation de la pandémie Covid-19 et en étant bien positionné sur les technologies numériques, Telnet est parmi les rares groupes à avoir pu résister sur la période 2020-2021 aux retentissements de la crise. Cette crise va faire faire un grand bond en avant pour les technologies numériques, Télétravail, paiements digitaux et utilisation de logiciels. Autant d'activités sur lesquelles le Groupe est bien positionné aujourd'hui.

♦ Dans les prochaines années, la feuille de route tracée par l'équipe de direction prévoit une poursuite de l'internationalisation et de la montée en compétence technologique pour se positionner sur les satellites, les drones, les voitures électriques et la robotique. 2022 devrait être l'année du passage aux applications du nano satellite « Challenge One » dans le domaine de l'agriculture, de la sécurité, de l'énergie et de l'environnement. 2023 sera l'année de la commercialisation des services liés à « Challenge One ».

♦ La valorisation du titre nous semble tentante pour une valeur technologique, sur la base du périmètre actuel de Telnet et comparativement à la médiane internationale. Par ailleurs, les nouveaux projets devraient donner un nouvel élan au Groupe sur le long terme. Nous réitérons notre opinion à l'« Achat » sur Telnet au regard de ce potentiel de croissance, de la qualité des fondamentaux et du profil « High Tech » du Groupe, tout en suivant de près l'impact de l'activité « satellites » sur les revenus et les marges du Groupe.

Prix : 8,290Dt

Acheter (+)

Actionnariat

Hikma Participations*: 42,0%

Flottant: 58,0%

Capitalisation boursière: 101MDt

Ratios boursiers**:

PER 2022e: 9,1x

P/B 2021: 2,7x

Dividend yield 2021: 6%

VE/EBITDA 2022e: 4,8x

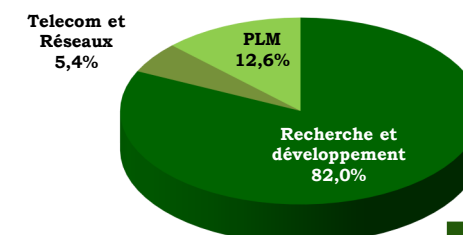
ROE 2021: 31,2%

Performance 2022: -1,7%

* Holding contrôlé par M. Mohamed FRIKHA.

** Données au 13 Mai 2022.

Structure des revenus par activité (2021)



I- Présentation du Groupe Telnet Holding

▪ Fondé en 1994 par M. Mohamed FRIKHA, Telnet Holding est un groupe de 23 sociétés opérant dans le secteur des nouvelles technologies. Le Groupe intervient sur trois lignes de métier:

1) L'activité de recherche et développement en ingénierie produit: Cœur de métier du Groupe, cette activité représente 82% du chiffre d'affaires agrégé du Groupe en 2021. A travers ses différentes filiales, Telnet est spécialisé dans le développement et la conception de solutions logicielles utilisables dans divers secteurs tels que les télécommunications, multimédia, monétique, énergie et aérospatial. Le volume d'affaires est majoritairement réalisé à l'étranger, pour le compte de multinationales européennes (Worldline, Softathome,...).

2) L'activité Product Life-cycle Management: Dernière née du Groupe, cette activité a été lancée en 2007. Elle consiste en la gestion du cycle de vie du produit à travers l'exploitation de logiciels scientifiques et techniques et de méthodologies spécifiques. L'activité PLM concentre, à fin 2021, 12,6% du chiffre d'affaires du Groupe.

2) L'activité télécoms et intégration réseaux: Cette activité consiste en l'installation et l'intégration de solutions réseaux pour le compte des opérateurs Telecom et des sociétés de transport. Elle offre également des solutions de communication pour les entreprises. La contribution de cette activité dans les revenus du Groupe est aujourd'hui minime (environ 5,4% du CA à fin 2021).

▪ La particularité du Groupe réside dans la

qualité de sa clientèle et de ses partenaires, tous de renommée internationale, et qui lui valent de réaliser plus de 90% de son CA à l'export, principalement sur le marché européen.

II- Faits et éléments saillants au 31 Décembre 2021

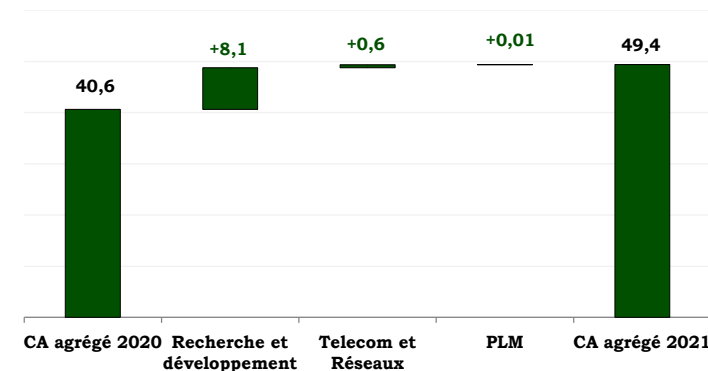
▪ 2021 a été un bon millésime pour Telnet Holding. Le Groupe a affiché une résilience salubre face au contexte morbide marqué par la pandémie Covid-19. Le Groupe s'est nettement rattrapé comparativement à 2020 affichant une croissance à deux chiffres au niveau de ses indicateurs d'activité et atteignant de nouveaux paliers de rentabilité.

▪ Telnet est parvenu en 2021 à enregistrer un rebond au niveau de son chiffre d'affaires après une année 2020 relativement difficile. Les revenus du Groupe ont bondi de 21,4% à 48,3MDt. Tous les pôles métiers du Groupe se sont bien comportés en 2021.

▪ Le pôle recherche et développement en ingénierie produit, cœur de métier du Groupe, a bien performé l'année dernière, affichant une progression remarquable de son chiffre d'affaires de 25,1% à 40,5MDt. Cette performance est marquée, essentiellement par l'accroissement du volume d'affaires au niveau de l'activité Monétique (+27,1%), l'activité MultiMedia (+10,5%) et l'activité Télécom (+6,4%). Le pôle Télécom et Réseaux a inscrit une hausse notable au niveau de ses revenus de 29,7% à 2,7MDt. Quant au pôle Product Life-cycle Management (PLM), il a vu son chiffre d'affaires réaliser une croissance timide de 0,1% à 6,2MDt.

▪ L'amélioration des marges et de la rentabilité d'exploitation a été le principal fait à l'honneur de l'année. Le taux de marge brute a signé une avancée de 3,7 points de pourcentage à 89,2%. La marge d'EBITDA a augmenté de 5,6 points de pourcentage à 26,3%, soit le niveau le plus élevé dans la vie boursière de Telnet, et ce malgré le contexte inflationniste (hausse des charges de personnel de 23,6% à 25,8MDt). L'EBITDA s'est, quant à lui, envolé de 54,4% à 12,7MDt.

Décomposition de la variation des revenus agrégés (en MDt)



▪ En dépit du revirement du contexte de change avec l'appréciation de dinar de 1,3% vis-à-vis de l'euro en 2021 (constatation de pertes de change de 327 mille de change contre des gains de change de 1,3MDt en 2020), le Groupe a réussi à boucler l'année avec un résultat net part du groupe en hausse de 26,8% à 9,1MDt. Avec un ROE de 31,2% à fin 2021, Telnet figure parmi les sociétés les plus profitables de la cote.

▪ La situation financière du groupe est saine. Peu consommatrice de BFR (un BFR de 17 jours de chiffre d'affaires fin 2021), l'activité d'exploitation de Telnet génère des cash-flow récurrents.

Par ailleurs, le Groupe a accumulé un matelas de trésorerie confortable qui lui permet d'afficher un endettement négatif (un gearing de -52%) et de distribuer un dividende généreux. **Notons, à cet effet, que l'AGO du 16 Mai 2022 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,500Dt par action, au titre de l'exercice 2021 (en hausse de 100% par rapport au dividende distribué au titre de l'exercice 2020), ce qui correspond à un payout exceptionnel de 125,6%. La mise en paiement de ce dividende est prévue à partir du 27 Mai 2022.**

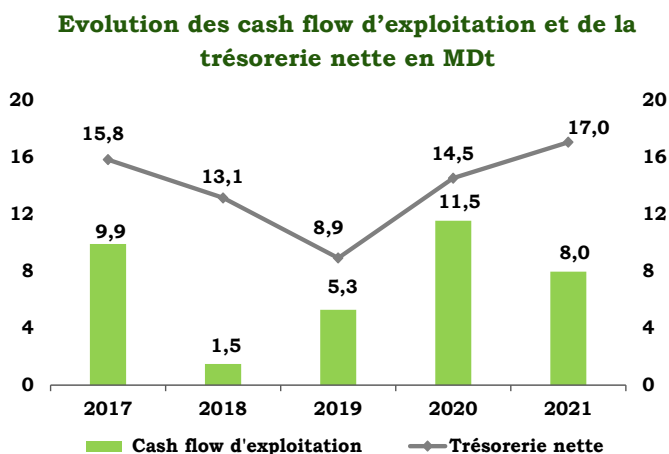
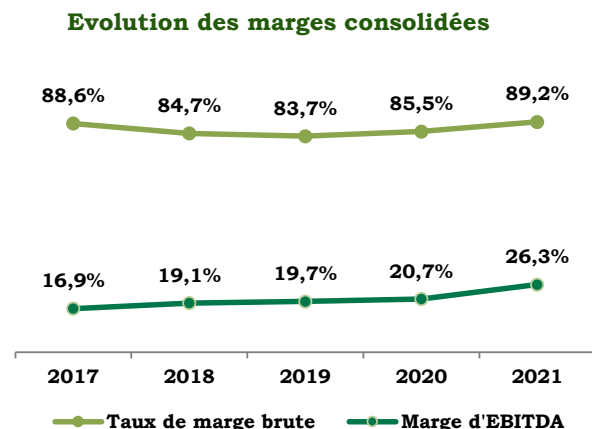
III- Perspectives d'avenir & prévisions

- Le management de Telnet multiplie ses actions sur tous les fronts pour trouver de nouveaux relais de croissance pour le Groupe. La feuille de route présentée durant l'AGO du 16 Mai 2022 s'articule autour des axes de développement suivants.

1) La consolidation du cœur de métier et des projets actuels avec les partenaires historiques en France comme INGENICO, CAPGEMINI, et CETIM France.

2) Le développement de nouvelles activités à contenu technologique élevé. Ces activités sont prometteuses en termes de croissance et constituent d'importants gisements de valeur ajoutée. Il s'agit du:

i/ Projet des nano satellites: après avoir réussi à développer et à lancer avec succès le premier nano satellite 100% tunisien « Challenge One », en Mars 2021, et ce pour un coût total de 3,2 millions de dinars, le Groupe compte poursuivre l'« opérationnalisation » de son nano satellite sur la période 2022-2023.



- Ainsi, 2022 devrait être l'année au passage aux applications du nano satellite dans le domaine de l'agriculture, de la sécurité, de l'énergie et de l'environnement. Dans ce cadre, dans une première expérimentation en Afrique et dans le monde Arabe dans le domaine de l'agriculture intelligente, s'est tenue le 22 Mars 2022, à Bou Salem une opération grandeur nature pour la validation de l'utilisation du nano satellite dans le domaine de l'agriculture intelligente appliquée à la céréaliculture et la gestion des processus d'irrigation.

- Après le lancement réussi en 2021 et le passage aux applications du nano satellite en 2022, l'année 2023 sera l'année de la commercialisation des services liées à « Challenge One ».

- Après l'« opérationnalisation » de « Challenge One », le management compte aller de l'avant dans sa stratégie de conquête des télécommunications spatiales via:

- La production de nano satellites pour le compte de tiers. Le management a affirmé que le prix d'un nano satellite oscille autour de 10 millions d'euros et qu'il a reçu des demandes de plusieurs clients basés en Afrique et dans les pays du Golfe pour la production de nano satellites,

- Le lancement d'une constellation de 24 nano satellites en partenariat avec la société Hemeria. Rappelons que le Groupe Telnet a signé un projet de coopération technologique et commerciale, le 3 Juin 2021, avec cette société française, spécialisée dans la conception, la fabrication et l'assemblage de satellites de petite taille et la fabrication d'équipements embarqués électroniques. La collaboration entre les deux entités porte sur le développement et le lancement de constellations de nano satellites d'observation de la Terre ou de connectivité destinées aux pays africains et arabes. L'équipe de direction estime que le projet du lancement de la constellation de nano satellites devrait se concrétiser d'ici trois ans. Par ailleurs, le management a annoncé qu'il compte consolider l'activité « satellites » dans une société à part nommée « Telnet Space » qui sera dotée d'un capital social de 500 mille euros. Pour développer l'activité de cette nouvelle entité, l'équipe de direction compte lui opérer une levée de fonds.

ii/ Projet du drone national conclu avec le partenaire japonais FUJI IMVAC: après avoir réussi à développer le premier prototype de drones en 2020, le Groupe compte entamer la phase des tests au Japon. Après la phase des tests, le management envisage d'obtenir les certifications nécessaires pour le concept de drone développé par des organismes indépendants. Confiant dans les perspectives d'avenir de l'activité des drones, le management estime qu'il y a, actuellement, une demande importante qui s'adresse au Groupe émanant du marché local, des pays du golfe et des pays africains.

iii/ Projet de la voiture électrique: Telnet compte développer en partenariat avec des industriels dans l'électronique et dans l'automobile une plateforme pour produire des voitures électriques.

iv/Projet de l'intelligence artificielle et de la robotique: Telnet compte se focaliser davantage dans les prochaines années sur l'intelligence artificielle et sur les logiciels embarqués.

- Interpellé sur les conséquences de la crise en Ukraine et sur les sanctions occidentales à l'encontre de la Russie et leur impact sur l'activité de Telnet et sur ses ambitions spatiales, le management s'est voulu rassurant. Il a précisé que le Groupe n'est pas affecté directement ou indirectement par les conséquences de la guerre en Ukraine.

- « 2022 sera une année de croissance à deux chiffres à l'image de 2021 », affirme le management. Tenant compte des projections de l'équipe de direction et des réalisations du premier trimestre de l'année en cours (une croissance du chiffre d'affaires consolidé de 20,1% par rapport au T1 2021), nous pensons que le Groupe Telnet est

bien outillé pour réaliser, en 2022, une croissance de son chiffre d'affaires consolidé de 16% à 56MDt et une progression de son résultat net part du groupe de 21,7% à 11MDt.

VI- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- Le spécialiste de l'ingénierie et du conseil en technologie a marqué un répit en bourse sur la période 2020-2021 après la longue ascension boursière qui a caractérisé la période 2016-2019. En 2022, le titre affiche un parcours boursier fade malgré les bonnes performances opérationnelles et le doublement des dividendes à distribuer au titre de l'exercice 2021 comparativement aux dividendes versés au titre de l'année d'avant.

- Il est à noter que le cours de Telnet n'a pas réagi au lancement avec succès du nanosatellite « Challenge One » en 2021 et à son expérimentation réussie dans le domaine de l'agriculture intelligente en 2022.

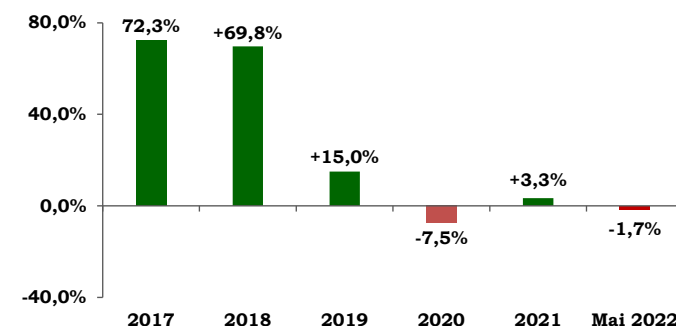
- Avec une capitalisation de 100,6MDt, la valorisation du titre est intéressante dans l'absolu, pour une valeur technologique (des multiples de bénéfices et d'EBITDA estimés pour 2022 de 9,1x et de 4,8x) et comparativement à la moyenne internationale (voir tableau de la page 5). Le timing boursier nous semble par ailleurs opportun pour une thématique d'investissement en vogue.

- La crise de la Covid-19 va faire faire un grand bond en avant pour les technologies numériques. Télétravail, paiement digitaux, utilisation de logiciels. La vie quotidienne n'a jamais laissé de place pour le numérique que depuis l'année 2020.

- Le spécialiste de la recherche et développement en ingénierie produit (82% du chiffre d'affaires du Groupe en 2021) dispose de tous les atouts nécessaires pour saisir les nouvelles opportunités de croissance dans un secteur en pleine effervescence: un capital humain hautement qualifié et compétitif du point de vue coût, un carnet de clientèle stable et de renommée internationale (Worldline, Softathome, CETIM et DASSAULT) et des relations privilégiées avec les laboratoires de recherche en Tunisie et à l'étranger.

- La stratégie de montée en compétence technologique vers les satellites et les drones nous semble également intéressante car elle constitue un important gisement de valeur ajoutée pour le Groupe. **Ces activités connaissent des débuts encourageants mais elles devraient générer leurs fruits à moyen et long terme.**

Performances boursières du titre Telnet Holding



- **Nous recommandons un positionnement à l'« Achat » sur Telnet Holding.**

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	P/E 2022e (x)	VE/EBITDA 2022e (x)
Telnet Holding	Tunisie	9,1	4,8
Elbit Systems Ltd	Israel	25,6	15,3
Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.S.	Turquie	7,8	9,3
Leonardo SpA	Italie	6,8	4,8
AKKA Technologies SE	France	26,7	9,5
Sword Group SE	France	3,6	12,3
Cohort plc	Royaume-Uni	16,4	9,7
QinetiQ Group plc	Royaume-Uni	13,3	7,5
Singapore Technologies Engineering Ltd	Singapoure	21,9	12,1
Bouvet ASA	Norvège	24,2	15,0
CACI International Inc	Etats Unis	14,4	11,7
Médiane de l'échantillon		15,4	10,7

Sources: Infront Analytics et calculs de Tunisie Valeurs.