

Compte de résultat consolidé

Chiffres en KDt	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	38 464	39 286	43 527	39 682	42 679	43 533	46 362
<i>Progression</i>	-	2%	11%	-9%	8%	2%	6%
Marge brute	31 517	34 429	38 550	33 626	35 708	37 147	39 872
<i>Progression</i>	-	9%	12%	-13%	6%	4%	7%
Taux de marge brute	82%	88%	89%	85%	84%	85%	86%
EBITDA	3 223	4 848	7 371	7 564	8 412	6 580	7 524
<i>Progression</i>	-	50%	52%	3%	11%	-22%	14%
Marge d'EBITDA	8%	12%	17%	19%	20%	15%	16%
Résultat net retraité	- 18 527	2 946	4 619*	9 451	4 379	4 806	4 957
<i>Progression</i>	-	-116%	-57%	105%	-54%	10%	3%
Marge nette retraitée	neg	8%	11%	24%	11%	12%	11%

* Retraitée de la plus value de cession des activités Défense - Sécurité et automobile de 12,5MDt à une JV codétenue par Telnet et Altran.

Sources: Etats financiers et prévisions du management de Telnet Holding.

▪ **Le bilan de 2019 a été décevant pour Telnet. Malgré la bonne évolution des revenus, le groupe spécialisé en ingénierie et conseil en technologie a affiché une dégradation notable de sa rentabilité sur fond de pertes de change. Ces pertes de change sont des pertes « comptables » récupérables qui n'affectent nullement les cash flow du Groupe.**

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

▪ **Sur le long terme, 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 drones et les satellites. D'ailleurs, le Groupe est parvenu à développer son premier concept drone 100% Telnet et compte lancer son premier nano satellite « Challenge One » en novembre prochain.**

▪ **La valorisation du titre nous semble correcte sur la base du périmètre actuel de Telnet. Toutefois, 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.**

Prix : 7,400 Dt

Acheter (+)

Actionnariat

Hikma Participations*:	41,9%
Héritiers du feu Brahim KHOUAJA:	5,4%
Flottant:	52,7%

Capitalisation boursière: 90MDt

Ratios boursiers**:

PER 2020e: 18,7x

P/B 2019: 3,2x

Yield 2019: 2,7%

EV/EBITDA 2020e: 13,7x

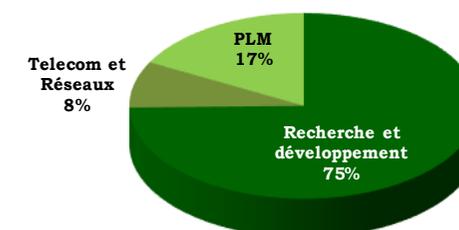
ROE 2019: 19,1%

Performance 2020: -20,4%

* Holding contrôlé par M. Mohamed FRIKHA

** Données au 29/06/2020

Structure des revenus par activité (2019)



I- Faits et éléments saillants de l'exercice 2019

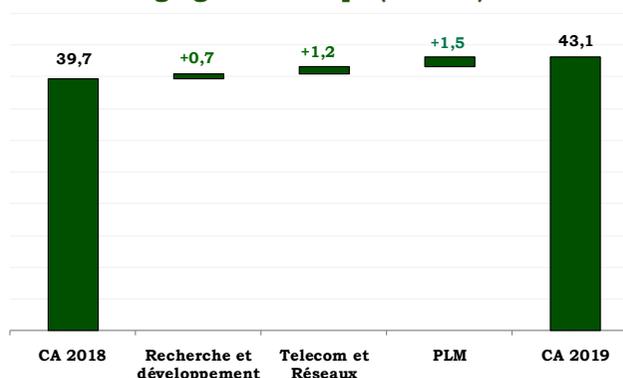
- Le Groupe Telnet a renoué avec la croissance du chiffre d'affaires (+7,6% à 42,7MDt) après une année 2018 difficile sur le plan commercial. Cette reprise a été observée au niveau de tous les pôles métiers du Groupe.

- Le Groupe a tant bien que mal réussi à sauvegarder ses marges, malgré le contexte inflationniste. La politique de maîtrise des frais généraux (une hausse contenue à 6% y compris la masse salariale) a valu au Groupe de rattraper la dégradation de sa marge brute (-1,1 point de taux à 83,7%) au niveau de sa marge d'EBITDA (+0,6 point de taux à 19,7%). Parallèlement l'EBITDA a réalisé une progression louable de 11% à 8,4MDt.

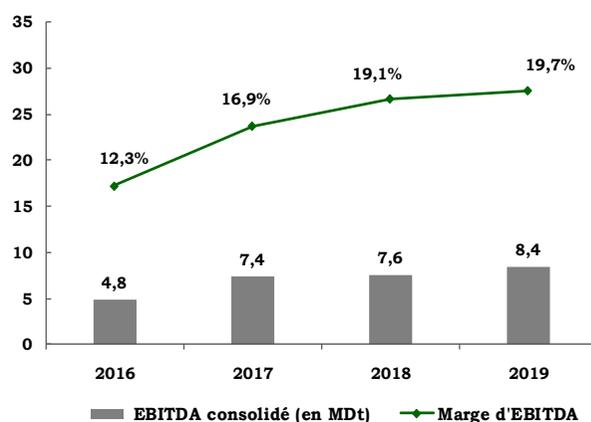
- Le revirement du contexte de change a été l'évènement le plus marquant de l'année 2019. Le redressement du dinar a fait subir au Groupe d'importantes pertes nettes de change (de 2,1MDt contre des gains nets de change de 4,1MDt, en moyenne sur la période 2017-2018). Ces pertes de change ont beau être des pertes « comptables », il n'en demeure pas moins qu'elles ont pénalisé la rentabilité. Telnet a bouclé l'exercice 2019 avec une chute de son résultat net part du groupe de 53,7% à 4,3MDt (hors éléments exceptionnels).

- La situation financière du groupe est saine. Peu consommatrice de BFR (un BFR de 35 jours de chiffre d'affaires fin 2019), 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 -39%) et de distribuer un dividende généreux (un payout moyen de 41% sur les trois dernières années).

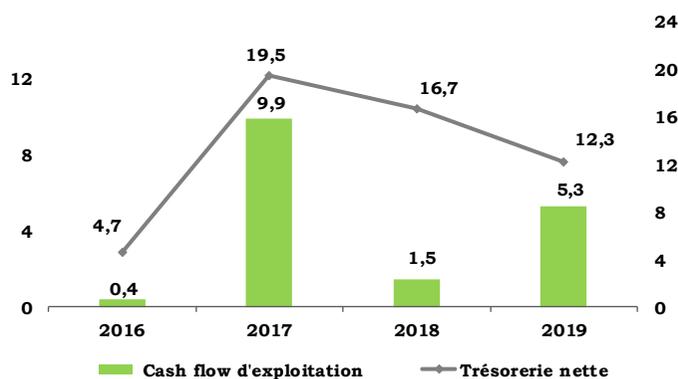
Contribution des métiers dans les revenus agrégés du Groupe (en MDt)



Evolution de l'EBITDA et de la marge d'EBITDA



Evolution des cash flow d'exploitation et de la trésorerie nette en MDt



II- 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 s'articule autour de deux axes de développement.

1) La consolidation du cœur de métier et des projets actuels avec les partenaires historiques en France comme INGENICO, SAFRAN et CETIM France (à travers le lancement d'une nouvelle activité de conception de bancs d'essais mécaniques),

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. Néanmoins, elles sont encore à leur phase du démarrage et du prototypage. Ces projets devraient mettre du temps pour devenir de véritables centres de profit pour le Groupe. Il s'agit de:

- Du projet des drones conclu le partenaire japonais FUJI IMVAC. L'expérience des drones connaît des débuts encourageants avec la fabrication du premier concept en 2020,

- Du projet des nano satellites. L'équipe de direction a annoncé que le lancement du premier nano-satellite de Telnet appelé « Challenge One » sera fait en novembre 2020. L'équipe de direction a également affirmé qu'un protocole d'accord tripartite a été signé entre Telnet Holding et les sociétés russes SPUTNIX et GK Launch Services, en 2019, pour la construction de composants de satellites et leur mise en orbite,

- Du projet de l'intelligence artificielle et du *cloud computing* qui sera piloté par la filiale américaine « Telnet Corporation INC » implantée à la Silicon Valley depuis 2019.

- Interrogé sur les répercussions financières de la crise du COVID-19, le management s'est voulu rassurant. En mode « Télétravail » depuis la mise en place des mesures de confinement et en étant bien positionné sur les technologies numériques, Telnet est bien outillée pour résister à la crise du COVID-19 voire pour en profiter dans les prochaines années avec l'accélération de la digitalisation dans les services notamment dans les domaines de la monétique et des télécoms.

- Tenant compte des projections de l'équipe de direction, nous pensons que Telnet devrait stabiliser son chiffre d'affaires à 43,5MDt, en 2020, et réaliser une croissance de son résultat net part du groupe de 10% à 4,8MDt.

III- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- Le premier semestre a « dérogé » à la croissance pour Telnet après une longue ascension boursière amorcée en 2016 (voir graphique ci-contre). La dégradation pressentie de la rentabilité et les anticipations de normalisation des dividendes après la distribution d'un dividende exceptionnel en 2019 ont pesé sur le titre. Les attentes des investisseurs ont finalement été confirmées par la révision à la baisse des dividendes, de 0,700Dt par action en 2018 à 0,200Dt par action au titre de 2019*.

- La valorisation est correcte (des multiples de PER et d'EBITDA estimés 2020 de 18,7x respectivement)

* La date de mise en paiement a été fixée par l'AGO du 29 juin 2020, au 15 juillet 2020.

mais le timing boursier nous semble opportun pour une thématique d'investissement en vogue.

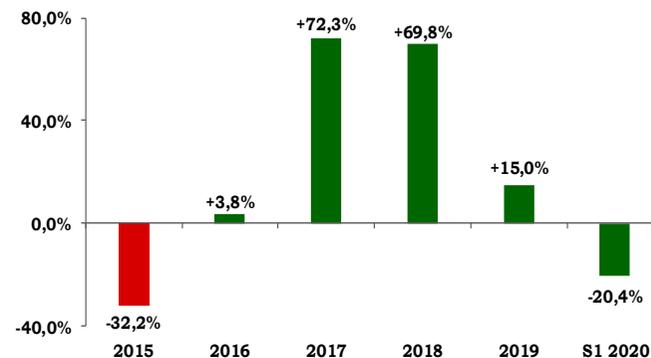
- La crise du COVID-19 va faire faire un grand bond en avant pour les technologies numériques. Télétravail, paiement digitaux, utilisation de logiciels. La vie quotidienne n'a jamais laissé de place pour le numérique qu'en ce début d'année.

- Le spécialiste de la recherche et développement en ingénierie produit (75% du chiffre d'affaires consolidé en 2019) 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 (SAFRAN, SAGEM, 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 sur le long terme.

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

Performances boursières du titre Telnet Holding



« Les activités des drones et des nano satellites connaissent des débuts encourageants mais elles devraient mettre encore du temps avant de devenir de véritables centres de profit pour le Groupe »