

Compte de résultat consolidé

Chiffres en mDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
Chiffre d'affaires	39 286	43 527	39 682	42 679	39 755	43 810
<i>Progression</i>	-	11%	-9%	8%	-7%	10%
Marge brute	34 429	38 550	33 626	35 708	33 976	37 374
<i>Progression</i>	-	12%	-13%	6%	-5%	10%
Taux de marge brute	88%	89%	85%	84%	85%	85%
EBITDA	4 848	7 371	7 564	8 412	8 211	8 864
<i>Progression</i>	-	52%	3%	11%	-2%	8%
Marge d'EBITDA	12%	17%	19%	20%	21%	20%
Résultat net part du groupe	2 946	17 081	9 451	4 379	7 146	7 584
<i>Progression</i>	-	480%	-45%	-54%	63%	6%
Marge nette retraitée	8%	11%	24%	11%	18%	18%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs

♦ Le bilan de l'année 2020 s'est avéré concluant pour le Groupe Telnet Holding. Le spécialiste de l'ingénierie et du conseil en technologie a affiché une résilience appréciable face au contexte pandémique. Malgré le repli circonstanciel des revenus, 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 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.

♦ 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. Le Groupe est parvenu à développer son premier concept drone 100% Telnet et compte le soumettre à une série de tests d'ici la fin de l'année. Par ailleurs, le lancement du premier nano satellite du Groupe « Challenge One » en Mars dernier devrait permettre à Telnet de développer l'industrie spatiale.

♦ La valorisation du titre nous semble intéressante sur la base du périmètre actuel de Telnet et comparativement à la moyenne 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 cette nouvelle branche sur les revenus et les marges du Groupe.

Prix : 8,630 Dt

Acheter (+)

Actionnariat

Hikma Participations*:	42,0%
Flottant:	58,0%

Capitalisation boursière: 105MDt

Ratios boursiers**:

PER 2021e: 13,8x

P/B 2020: 3,3x

Yield 2020: 2,9%

VE/EBITDA 2021e: 9,2x

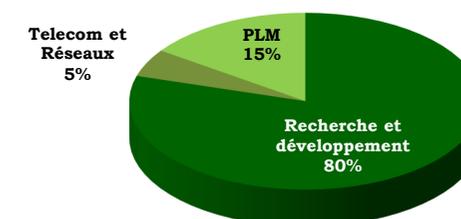
ROE 2020: 29%

Performance 2021: +2,7%

* Holding contrôlé par M. Mohamed FRIKHA.

** Données au 29/06/2021.

Structure des revenus par activité (2020)



I- Présentation du Groupe Telnet Holding

▪ Fondé en 1994 par M. Mohamed FRIKHA, Telnet Holding est un groupe de 22 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 80% du chiffre d'affaires de Telnet en 2020. A travers ses différentes filiales, le groupe est spécialisé dans le développement et la conception de solutions logicielles utilisables dans divers secteurs tels que les télécommunications, multimédia, automobile, sécurité, avionique et industrie. Le volume d'affaires est majoritairement réalisé à l'étranger, pour le compte de multinationales européennes (SAGEM, SAFRAN, VALEO, THOMSON...).

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 2020, 15% 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 transports. 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% du CA à fin 2020).

▪ 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 2020

▪ 2020 a été globalement un bon millésime pour Telnet Holding. Le Groupe a affiché une meilleure résistance face au contexte morbide marqué par la pandémie Covid-19. Nonobstant la baisse temporaire des revenus, principalement liée aux mesures du confinement, Telnet a réussi à atteindre un nouveau palier de rentabilité.

▪ 2020 s'est bouclée avec une baisse du chiffre d'affaires consolidé de 6,9% à 39,8MDt. Toutes les lignes de métier du Groupe ont enregistré une baisse des revenus.

▪ Le pôle recherche et développement en ingénierie produit, cœur de métier du Groupe, a accusé une régression de ses revenus de 1,6% à 32,2MDt. Cette dernière provient principalement du repli du taux de change Euro/Dinar de -2,4% et du recul des revenus provenant de la facturation des frais de mission à l'étranger suite à l'arrêt des vols internationaux lié à la propagation de la Covid-19.

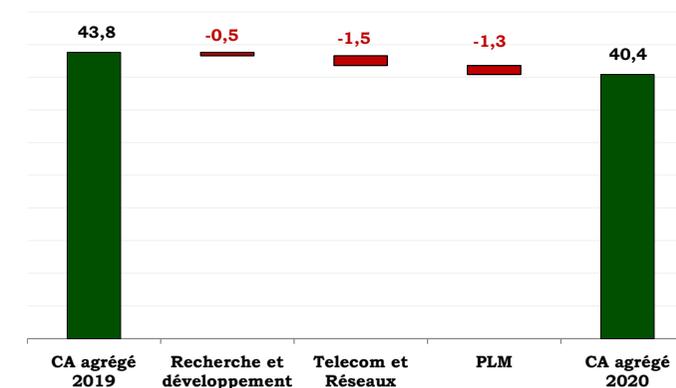
▪ Le pôle Product Life-cycle Management a vu ses revenus se rétracter de 17,8% à 6,2MDt. Cette contreperformance est due à la baisse de la demande industrielle émanant notamment du secteur automobile.

▪ Le pôle télécoms et intégration réseaux a également souffert de la conjoncture en 2020. Ses revenus ont chuté de 42,2% à 2,1MDt. L'involution du chiffre d'affaires de ce pôle est due à la baisse des facturations des frais d'installation et

d'intégration de réseaux télécoms en relation avec les restrictions à la circulation des personnes en 2020.

▪ L'amélioration des marges et de la rentabilité d'exploitation a été l'évènement le plus marquant de l'année. Le taux de marge brute a signé une avancée de 1,8 point de pourcentage à 85,5%. La marge d'EBITDA a augmenté de 0,9 point de pourcentage à 20,7%, profitant d'une meilleure maîtrise des autres charges d'exploitation (-15,1% à 5,8MDt) et des frais du personnel (-3,5% à 20,9MDt). L'EBITDA a, quant à lui, légèrement fléchi de 2,4% à 8,2MDt.

Décomposition de la variation des revenus agrégés (en MDt)



▪ Nonobstant la baisse de l'EBITDA, Telnet est parvenu à clôturer l'exercice 2020 avec un résultat net part du groupe en hausse de 63,2% à 7,1MDt. En effet, le Groupe a profité du revirement du contexte de change en 2020, générant des gains nets de change de 1,3MDt, contre des pertes nettes de change de 2,1MDt subies en 2019.

▪ La situation financière du groupe est saine. Peu consommatrice de BFR (un BFR de 14,7 jours de chiffre d'affaires fin 2020), 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 -51%) et de distribuer un dividende généreux. Notons, à cet effet, que l'AGO du 29 Juin 2021 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,250Dt par action, au titre de l'exercice 2020 (en hausse de 25% par rapport au dividende distribué au titre de l'exercice 2019), ce qui correspond à un payout de 72%. La mise en paiement de ce dividende est prévue à partir du 16 Juillet 2021.

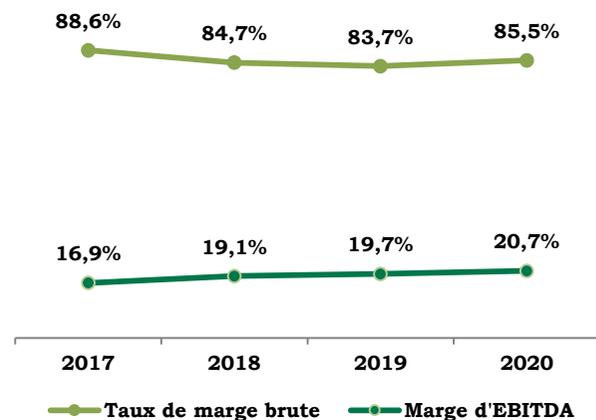
III- Perspectives d'avenir & prévisions

▪ 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 29 Juin 2021 s'articule autour de deux axes de développement.

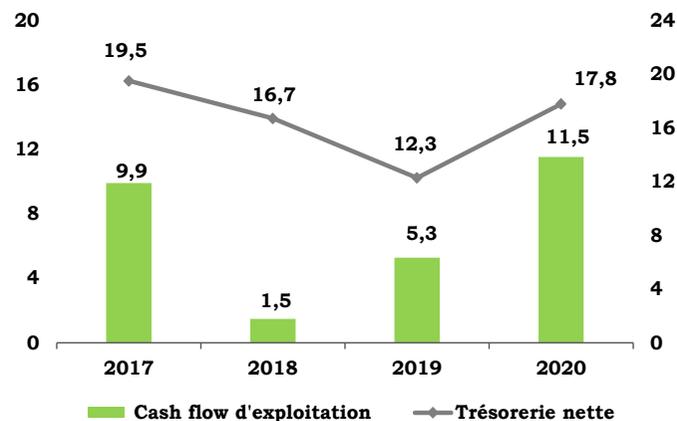
1) La consolidation du cœur de métier et des projets actuels avec les partenaires historiques en France comme INGENICO, SAFRAN et CETIM France,

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

Evolution des marges consolidées



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



de:

i/ Projet des drones conclu avec le partenaire japonais FUJI IMVAC. Après avoir réussi à développer le premier prototype de drones en 2020, le Groupe compte entamer, en 2021, la phase des tests au Japon dans le cadre d'une mission dont la durée est de deux mois. Après la phase des tests, le management compte 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.

ii/ Projet des nano satellites. Après avoir réussi à développer et à lancer avec succès le premier nano satellite 100% tunisien « Challenge One », en Mars dernier, et ce pour un coût total de 1,7 millions de dinars, le Groupe compte aller de l'avant dans sa stratégie de conquête des télécommunications spatiales.

▪ Le Groupe Telnet a signé un projet de coopération technologique et commerciale, le 3 juin dernier, avec la société française Hemeria, 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 affirmé qu'il étudie la possibilité de consolider l'activité « satellite » dans une société à part.

- Pour pouvoir réussir la mutation du Groupe vers le métier des nano satellites, le management a insisté sur la nécessité de développer un écosystème pour l'industrie spatiale en Tunisie. C'est dans ce cadre que s'inscrit la signature de l'accord entre Telnet et l'agence spatiale russe pour la création de Telnet Academy; une entité dédiée à la formation et la recherche et développement dans l'industrie spatiale.

- 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 de la 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 réaliser une croissance de son chiffre d'affaires consolidé de 10,2% à 43,8MDt et une progression de son résultat net part du groupe de 6,1% à 7,6MDt.

VI- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- L'année 2020 a « dérogé » à la croissance pour Telnet après une longue ascension boursière amorcée en 2016 (voir graphique ci-contre). La crise de la Covid-19 et les anticipations de normalisation des dividendes après la distribution d'un dividende exceptionnel en 2019 ont pesé sur le titre (baisse du dividende par action de 0,700Ddt au titre de l'exercice 2018 à 0,200Ddt au titre de l'exercice 2019).

- En 2021, le cours boursier n'a pas réagi au lancement réussi du nano satellite « Challenge One ». Le titre affiche, à ce jour, une performance annuelle timide de 2,7%.

- Avec une capitalisation de 104,7MDt, la valorisation du titre est intéressante dans l'absolu pour une valeur technologique (des multiples de bénéfices et d'EBITDA estimés pour 2021 de 13,8x et de 9,2x) 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 dernière.

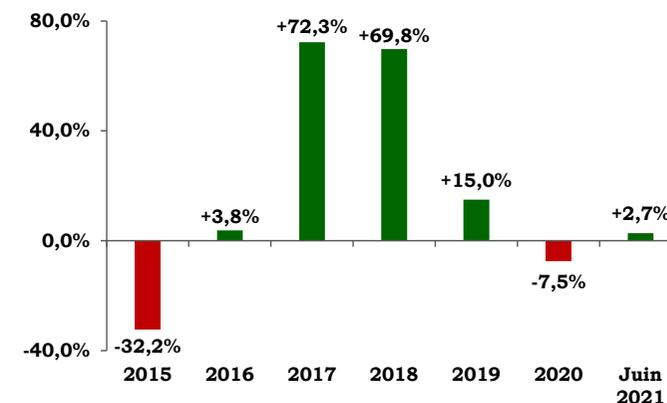
- Le spécialiste de la recherche et développement en ingénierie produit (80% du chiffre d'affaires consolidé en 2020) dispose de tous les atouts nécessaires pour saisir les nouvelles opportunités de croissance dans un secteur en pleine effervescence: un capital humain hautement qualifié et compétitif 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 »

Echantillon de comparables internationaux

Société	Pays	PE/2021e (x)	VE/EBITDA 2021e (x)
Telnet Holding	Tunisie	13,8	9,2
Elbit Systems Ltd	Israel	20,6	11,4
Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.S.	Turquie	6,9	7,0
VSA Corp	Etats Unis	16,3	10,2
Leonardpo SpA	Italie	7,1	4,7
AKKA Technologies SE	France	N.D	7,9
Sword Group SE	France	25,7	10,5
Cohort plc	Royaume-Uni	7,2	12,4
QinetiQ Group plc	Royaume-Uni	15,3	8,7
Singapore Technologies Engineering Ltd	Singapoure	22,8	13,7
Bouvet ASA	Norvège	26,6	15,6
CACI International Inc	Etats Unis	15,2	10,8
Médiane		15,8	10,3