

Rédigé le 25/05/2023

# Telnet Holding: une valorisation attrayante dans l'absolu et pour une valeur technologique

## Plan de la note de recherche

- I- Points clefs
- II- Présentation du Groupe Telnet
- III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022
- IV- Perspectives d'avenir & prévisions
- V- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

### Avertissement

« Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de Tunisie Valeurs à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant Tunisie Valeurs ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de cette valeur.

Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation ».

## Telnet Holding: une valorisation attrayante dans l'absolu et pour une valeur technologique

### I- Points clefs

Chiffres consolidés en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Chiffre d'affaires	39,7	42,7	39,8	48,3	55,3	60,9
Progression	-	7,6%	-6,9%	21,4%	14,6%	10,0%
Marge brute	33,6	35,7	34,0	43,1	47,5	53,0
Progression	-	6,2%	-4,9%	26,7%	10,3%	11,5%
Taux de marge brute	84,7%	83,7%	85,5%	89,2%	85,8%	87,0%
EBITDA	7,6	8,4	8,2	12,7	10,8	10,5
Progression	-	11,2%	-2,4%	54,4%	-14,9%	-3,1%
Marge d'EBITDA	19,1%	19,7%	20,7%	26,3%	19,5%	17,2%
Résultat net part du groupe	9,5	4,4	7,1	9,1	8,1	7,9
Progression	-	-53,7%	63,2%	26,8%	-11,2%	-2,4%
Marge nette	23,8%	10,3%	18,0%	18,8%	14,5%	12,9%

Sources: états financiers consolidés de Telnet Holding et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ L'atterrissage de l'année 2022 a été mitigé pour le Groupe Telnet. Le spécialiste de l'ingénierie et du conseil en technologie a affiché une croissance vigoureuse au niveau de ses revenus, bénéficiant de la bonne orientation de l'activité de la majorité de ses pôles métiers. Cependant, Telnet a accusé une dégradation de ses marges et de sa rentabilité se ressentant de la hausse carabinée de ses charges d'exploitation.

♦ Etant bien positionné sur les technologies numériques, Telnet est parmi les rares groupes à avoir pu résister aux retentissements de la crise de la Covid-19. Cette crise va faire faire un grand bond en avant pour les technologies numériques, Télétravail, paiements digitaux et utilisation de logiciels. 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.

♦ La valorisation du titre nous semble tentante pour une valeur technologique, sur la base du périmètre actuel de Telnet. 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 « aerospace » sur les revenus et les marges du Groupe.

Prix\* : 7,440Dt

Acheter (+)

Actionnariat\*\*

Actionnaires de référence\*\*\*: 53,9%

Autres actionnaires: 46,1%

Capitalisation boursière\*:  
90MDt

Ratios boursiers\*:

PER 2023e: 11,5x

EV/EBITDA 2023x: 6,3x

Dividend yield 2023e: 7,4%

Performance 2023: -3,1%

ROE 2022: 21,6%

\* Données au 25 Mai 2023.

\*\* Au 31 Décembre 2022.

\*\*\* Monsieur Mohamed FRIKHA détient désormais de concert avec d'autres fondateurs et actionnaires de la société (Héritiers du feu Brahim KHOUAJA, M. Faical GARGOURI, M. Lotfi ZGHAL et M. Moncef MARRAKCHI et la société HIKMA PARTICIPATIONS), selon le pacte d'actionnaires fondateurs, une part de 53,9% du capital social de la société. A noter que la société HIKMA PARTICIPATIONS détient une participation de 42% dans le capital de Telnet Holding.

« Le bilan de l'année 2022 ressort contrasté pour le Groupe Telnet. Le spécialiste de l'ingénierie et du conseil en technologie a subi une dégradation de ses marges et de sa rentabilité et ce, malgré une bonne performance Top line »

## Telnet Holding: une valorisation attrayante dans l'absolu et pour une valeur technologique

### II- Présentation du Groupe Telnet

▪ Fondé en 1994 par M. Mohamed FRIKHA, Telnet Holding est un Groupe de 24 sociétés opérant dans le secteur des nouvelles technologies. Le Groupe intervient sur trois lignes de métier:

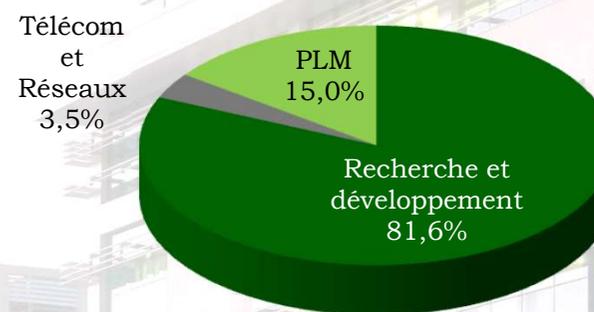
**1) L'activité de recherche et développement en ingénierie produit:** Cœur de métier du Groupe, cette activité représente 82% du chiffre d'affaires agrégé du Groupe en 2022. A travers ses différentes filiales, Telnet est spécialisé dans le développement et la conception de solutions logicielles utilisables 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 (PLM):** 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 2022, 15% du chiffre d'affaires du Groupe.

**2) L'activité télécom et intégration réseaux:** Cette activité consiste en l'installation et l'intégration de solutions réseaux pour le compte des opérateurs télécom 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 3% du CA à fin 2022).

- 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 80% de son chiffre d'affaires à l'export, principalement sur le marché européen.

#### Structure des revenus par activité (2022)



### III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022

- Le Groupe Telnet a réussi à maintenir le cap sur la croissance au niveau de son chiffre d'affaires en 2022. Ce dernier a crû de 14,6%, atteignant un niveau record de 55,3MDt.
- Toutes les lignes de métier du Groupe ont été bien orientées hormis l'activité Télécom et Réseaux. Cette dernière a affiché une baisse de régime (-26% à 2MDt) en raison de l'intensification de la concurrence, de la conjoncture sectorielle difficile et de la tendance accrue des clients à faire appel à leurs sociétés mères. Les pôles Recherche et Développement (R&D) et PLM continuent à tirer vers le haut les performances du Groupe. Ces deux lignes de métier ont vu leur chiffre d'affaires s'engraisser de 14,6% à 46,4MDt et de 36,5% à 8,5MDt, respectivement.

## Telnet Holding: une valorisation attrayante dans l'absolu et pour une valeur technologique

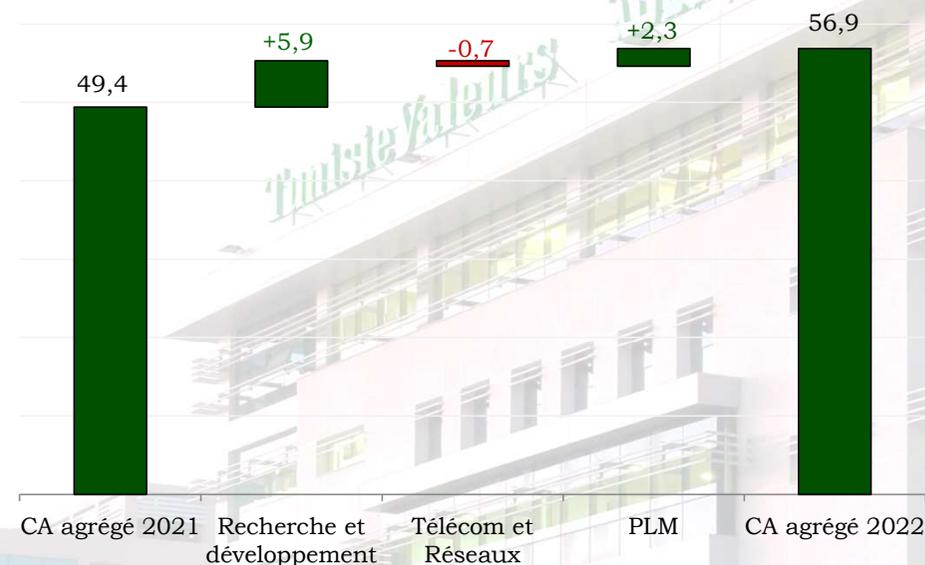
Il est à noter que la croissance du pôle R&D a été essentiellement alimentée par l'accroissement du volume d'affaires au niveau de l'activité Monétique (+17,8%).

- En 2022, le Groupe a subi une dégradation de ses marges et de sa rentabilité d'exploitation. Le taux de marge brute s'est effrité de 3,3 points de pourcentage à 85,8%, portant la marque du renchérissement des intrants. Pour sa part, la marge d'EBITDA a reculé de 6,7 points de pourcentage à 19% en raison de l'augmentation soutenue de la masse salariale (+20,4% à 31,1MDt) et des autres charges d'exploitation (+26,3% à 7,2MDt). Durant l'Assemblée Générale Ordinaire du 25 Mai 2023, le management a précisé que Telnet a subi plusieurs départs à l'étranger de ses ingénieurs et que, dans un contexte de rareté au niveau des ressources humaines d'ingénierie, l'équipe de direction a opéré des augmentations salariales conséquentes pour retenir son personnel.

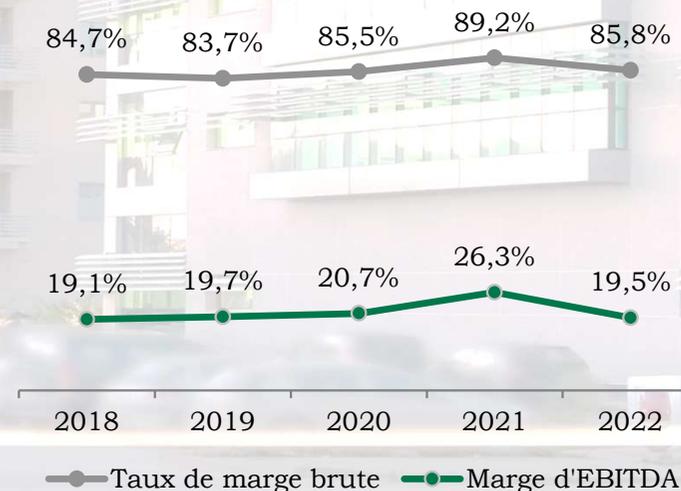
- Il semble que le contexte de change qui a prévalu en 2022 ait été favorable à Telnet (dépréciation du dinar de 7,2% face au dollar américain et de 0,9% par rapport à l'euro en 2022). En effet, le Groupe a constaté des gains nets de change de 274,1 mille dinars lui permettant de faire basculer les charges financières nettes en territoire positif (des produits financiers nets de 150 mille dinars à fin 2022 contre des charges financières nettes de 492,4MDt).

- L'activité financière bien portante a permis d'amortir l'impact de la détérioration de la rentabilité opérationnelle sur la rentabilité nette. En effet, Telnet a dégagé sur l'année écoulée un résultat net part du groupe de 8,1MDt, en baisse de 11,2% par rapport à 2021.

### Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires agrégé par ligne de métier en MDt (2022)



### Evolution des marges consolidées

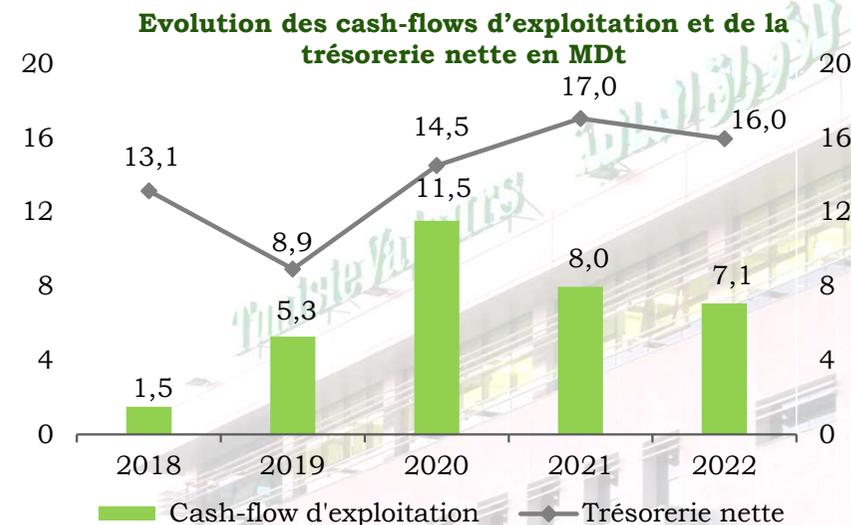


## Telnet Holding: une valorisation attrayante dans l'absolu et pour une valeur technologique

- La situation financière du groupe est saine. Peu consommatrice de BFR (un BFR de 17,7 jours de chiffre d'affaires seulement à fin 2022), l'activité d'exploitation de Telnet génère des cash-flows récurrents.
- Par ailleurs, le Groupe a accumulé au fil des années un matelas de trésorerie confortable qui lui permet d'afficher un endettement négatif (un gearing de -47,2%) et de maintenir une politique généreuse de dividende. **Notons, à cet effet, que l'AGO du 25 Mai 2023 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,550Dt par action, au titre de l'exercice 2022 (en hausse de 10% par rapport au dividende distribué au titre de l'exercice 2021), ce qui correspond à un payout exceptionnel de 135,5%. La mise en paiement des dividendes est prévue à partir du 9 Juin 2023.**
- Telnet est convaincu que la RSE est une priorité stratégique. Le Groupe poursuit ses actions sociétales en lançant officiellement en Juin 2022 sa stratégie RSE selon, la norme ISO 26000 et le Global Reporting Initiative. A travers ce projet, Telnet vise à consolider son positionnement en tant qu'acteur économique responsable, ouvert sur son environnement et conscient de ses impacts positifs et négatifs sur son écosystème. Une feuille de route de la démarche RSE sera déployée sur le court, moyen et long terme, en assurant la structuration et la valorisation de toutes les initiatives durables qui couvrent les dimensions environnementale, sociale et de gouvernance.

### IV- 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 qui sera suivie par le management dans les prochaines années 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 jusqu'en 2023, année de commercialisation des services liés à « Challenge One ».

## Telnet Holding: une valorisation attrayante dans l'absolu et pour une valeur technologique

- Rappelons, dans ce cadre, que 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 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 qu'en 2024, Telnet devrait lancer son deuxième nano satellite « Challenge Two ».**

**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 dans le domaine civil.

**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.

▪ **Le lancement d'un programme de restructuration juridique du Groupe a été l'annonce majeure de l'AGO du 25 Mai 2023. Le management a expliqué, dans ce cadre, qu'il envisage de restructurer Telnet dans le but de consolider les performances opérationnelles du Groupe. Telnet Holding envisage, de ce fait, de renforcer sa participation dans les filiales performantes et de se retirer progressivement des entités les moins performantes du Groupe.**

## Telnet Holding: une valorisation attrayante dans l'absolu et pour une valeur technologique

- Interpellée sur le problème de la migration des ingénieurs tunisiens à l'étranger et de la surenchère sur les salaires, l'équipe de direction a souligné qu'elle s'est alignée, désormais, à la grille salariale sectorielle après les augmentations salariales de 2022. Et d'ajouter qu'elle n'écarte pas l'éventualité de s'implanter à l'étranger, en général, et en Afrique de l'Ouest, en particulier, pour comprimer sa masse salariale.

- Durant l'AGO du 25 Mai 2023, le management n'a pas avancé ses prévisions pour l'année 2023. Cependant, nous pensons que l'année en cours s'annonce sous le signe de la bonne croissance top line et de la stagnation au niveau du résultat net pour Telnet. C'est ce que laissent entrevoir les indicateurs d'activité du Groupe au 31 Mars 2023: une croissance des produits d'exploitation de 8,9% nettement inférieure à celle des charges d'exploitation (+14,5% hors dotations aux amortissements et aux provisions). Selon nos estimations, Telnet devrait terminer l'année 2023 avec une progression du chiffre d'affaires consolidé de 10% à 60,9MDt et une quasi-stagnation du résultat net part du groupe à 7,9MDt.

### V- 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 et en 2023, le titre affiche un parcours boursier fade malgré le relèvement continu des dividendes par la société.

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

- Avec une capitalisation de 90,3MDt, la valorisation du titre est intéressante dans l'absolu et pour une valeur technologique (des multiples de bénéfices et d'EBITDA estimés pour 2023 de 11,5x et de 6,3x) et ce, nonobstant la stagnation du bottom line attendue en 2023. **Le timing boursier nous semble opportun pour une thématique d'investissement en vogue et pour un horizon de placement moyen et long terme.**

- 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 2022) 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, INGENICO, CAPGEMINI...) et des relations privilégiées avec les laboratoires de recherche en Tunisie et à l'étranger.

Performances boursières annuelles du titre Telnet Holding



## Telnet Holding: une valorisation attrayante dans l'absolu et pour une valeur technologique

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

