



AMEN INVEST
INTERMEDIAIRE EN BOURSE



TELNET
Holding

SECTEUR : TECHNOLOGIE

NOTE D'ANALYSE FINANCIÈRE

JUILLET 2026

Département Analyse & Communication Stratégique



NOTE D'ANALYSE FINANCIÈRE



TELNET HOLDING (TLNET)

RÉSUMÉ EXÉCUTIF

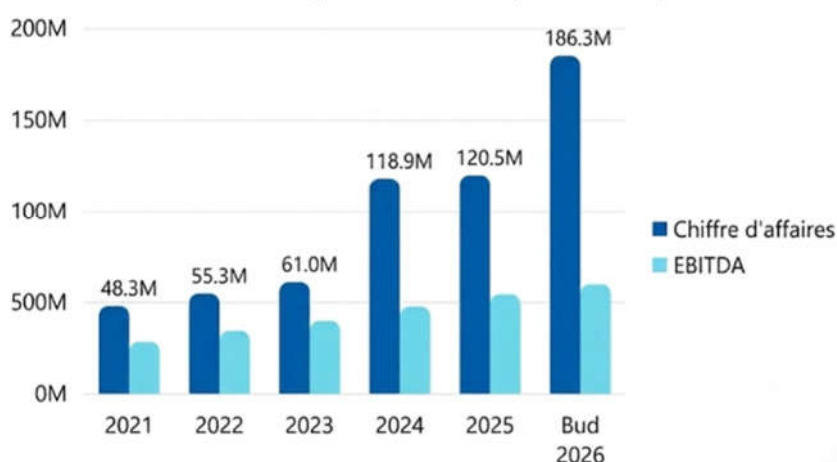
Recommandation : CONSERVER | Cours (03/07/2026) : 13,29 TND |

La croissance du chiffre d'affaires confirme le bon positionnement commercial de TELNET, mais la rentabilité reste sous pression en raison de l'inflation des coûts de personnel. La solidité du bilan offre au groupe une marge de manœuvre financière pour accompagner son repositionnement stratégique. Le principal enjeu pour les prochaines années sera la réussite de la transition vers un modèle centré sur les produits et la propriété intellectuelle, condition essentielle d'une amélioration durable des marges et de la création de valeur.

1. Chiffres clés 2025

Indicateur	2024	2025	Var.
CA consolidé (MDT)	68,91	80,53	+16,9 %
EBITDA consolidé (MDT)	13,80	12,06	-12,6 %
Marge EBITDA	19,9 %	14,8 %	-5,1 pts
RN part groupe (MDT)	9,54	8,43	-11,7 %
Trésorerie nette (MDT)	18,34	17,03	reste positive

Evolution du Groupe 2021-2026 (Consolidé)



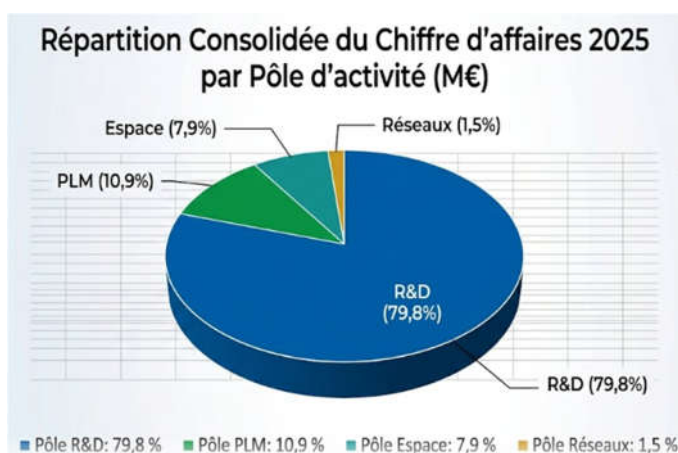
Sur le cycle 2019-2025, le chiffre d'affaires consolidé a quasiment doublé (TCAM de 11,2%), porté par le développement à l'international et la diversification vers les nouvelles technologies de l'espace. La rentabilité a en revanche été heurtée à deux reprises : en 2023 (résultat net négatif de -4,0 MDT, lié à un contrôle douanier ayant généré 10 MDT de provisions) et en 2025 (repli de l'EBITDA sous l'effet de la hausse des charges de personnel). Le groupe a démontré sa capacité à absorber ces chocs sans dégrader sa structure financière, restant en position de trésorerie nette positive sur toute la période.

2. Présentation de la société



Fondé en 1994 par M. Mohamed Frikha sous la dénomination Telecom Networks Engineering (TELNET SA), le groupe est devenu TELNET Holding SA en 2010 (transformation en holding financière). Il regroupe aujourd'hui 22 sociétés opérant dans l'ingénierie, le conseil en technologies et, plus récemment, les technologies spatiales. Le capital social s'élève à 12 130 800 TND, divisé en 12 130 800 actions de 1 TND de nominal. Au 31 décembre 2025, l'actionnariat se répartit entre HIKMA PARTICIPATIONS (holding regroupant les participations des fondateurs, 42%), les actionnaires minoritaires (37%) et d'autres actionnaires (21%).

Quatre pôles d'activité



Le pôle R&D en ingénierie produit reste le cœur de métier du groupe : il regroupe des prestations de développement logiciel embarqué, de digitalisation et de conception électronique/mécanique pour le compte de donneurs d'ordres essentiellement européens (environ 94% du CA du groupe est réalisé à l'export). L'activité Nouvelles Technologies de l'Espace, qui a généré ses premiers revenus significatifs en 2025 (6,3 MDT), s'appuie sur l'exploitation commerciale du nanosatellite « Challenge One », développé par TELNET et lancé en 2021, et sur la vente de services de connectivité, de stations de routage et de laboratoires spatiaux.



Périmètre de consolidation

Le groupe consolide 21 entités (hors société mère) selon trois méthodes : intégration globale pour la quasi-totalité des filiales opérationnelles (TELNET Incorporated 98,99%, Data Box 99,54%, TELNET Technologies 98,96%, PLM Systems 70%, TELNET Smart 50,01%, TELNET Mena 100% etc.), intégration proportionnelle pour la coentreprise saoudienne TELNET Arabia (50%), et mise en équivalence pour Altran Telnet Corporation (29,68%) et Titan France (49,47%). La participation historique dans Syphax Airlines (9,09%) est exclue du périmètre de consolidation.

Principales Filiales	% de Contrôle (Total)	Type de Contrôle
TELNET INCORPORATED	98,99 %	Exclusif
DATA BOX	99,54 %	Exclusif
TELNET TECHNOLOGIES	98,96 %	Exclusif
PLM SYSTEMS	70,00 %	Exclusif
TELNET SMART	50,01 %	Exclusif
TELNET ARABIA	50,00 %	Conjoint 

3. Faits marquants 2025

- Avril 2025 : nouveau client français, secteur médical.
- Juin-juillet 2025 : accord fiscal + restitution TVA de 2,18 MDT.
- Août 2025 : indemnisation assurance de 0,64 MDT (incendie 2024).
- Effectif porté à 587 salariés, turnover ramené à 5 %.
- 30 mars 2026 : contrôle CNSS ouvert (2023-2025) chez TELNET Holding et TELNET Incorporated, impact non chiffrable.

4. Analyse financière consolidée

Compte de résultat

Indicateur (TND)	2024	2025	Var.
Chiffre d'affaires	68 909 587	80 532 098	+16,9 %
EBITDA	13 800 825	12 056 056	-12,6 %
EBIT	10 721 903	10 012 876	-6,6 %
RN part groupe	9 540 003	8 427 281	-11,7 %

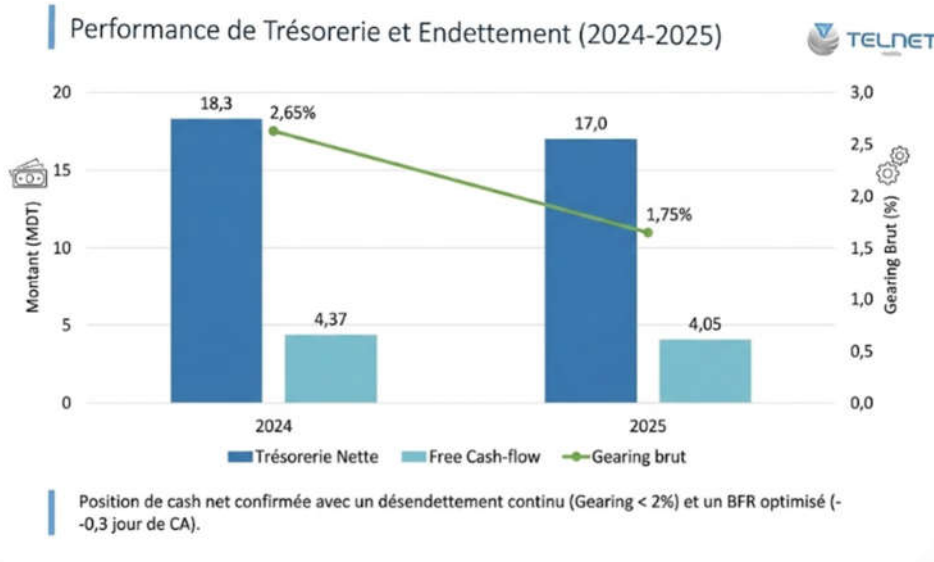


L'année 2025 marque une progression continue du chiffre d'affaires consolidé, bien que la rentabilité nette ait été impactée par l'absence d'un produit exceptionnel de 2,4 MDT constaté l'année précédente.

Bilan et structure financière

- Trésorerie nette : 17,0 MDT (18,3 MDT en 2024) — position de cash net.
- Gearing brut (dette financière / CP) : 1,75 % (2,65 % en 2024).
- BFR : quasi nul (-0,3 jour de CA).
- Free cash-flow : 4,05 MDT (4,37 MDT en 2024).

Performance de Trésorerie et Endettement (2024-2025)



À RETENIR — Structure financière

- Bilan sain, quasi sans dette financière.
- La baisse de rentabilité 2025 est absorbée sans tension de trésorerie.

5. Analyse financière individuelle



En tant que holding animatrice, TELNET Holding SA tire ses revenus de deux sources : les prestations de services facturées aux filiales (frais de gestion tarifés à 600 TND HT par employé et par mois) et les dividendes remontés des filiales (produits des participations).

Le résultat net individuel (5,55 MDT) reste supérieur au dividende distribué au titre de 2025 (0,350 TND/action × 12 130 800 actions = 4,25 MDT), ce qui laisse une capacité d'autofinancement à la société mère. Le bilan individuel est net de toute dette financière : les seuls passifs non courants sont des provisions pour risques (840 000 TND, stables). Les capitaux propres individuels s'élèvent à 22,05 MDT au 31/12/2025 (+5,4%), pour un total bilan de 27,74 MDT.

Le poste le plus significatif de l'actif individuel reste le portefeuille de titres de participation (10,75 MDT nets de provisions), dominé par TELNET Incorporated (5,99 MDT bruts) et Data Box (2,87 MDT). Une provision cumulée de 3,92 MDT grève ce portefeuille, dont 2,5 MDT sur la participation historique dans Syphax Airlines (compagnie aérienne en difficulté, participation résiduelle de 9,09%)

6. Feuille de route stratégique 2026-2030

Présentée par le management à l'AGO du 29 juin 2026 : passage d'un modèle de sous-traitance d'ingénierie à un modèle de produits et de propriété intellectuelle.

Feuille de Route Stratégique 2026-2030

Objectif : 50% du CA hors sous-traitance d'ici 2030 via un modèle "Produit & Propriété Intellectuelle".



2026 : LANCEMENT

Création des Business Units IA et Cybersécurité. Début de la construction de l'offre souveraine.



2026-2027 : PREMIERS PRODUITS

Commercialisation du 1er produit IA propre. Signature des premiers contrats d'hébergement.



2027-2028 : MONTÉE EN PUISSANCE

Déploiement international et dépôt de brevets stratégiques sur le spatial et la vision industrielle.



2029-2030 : LEADERSHIP

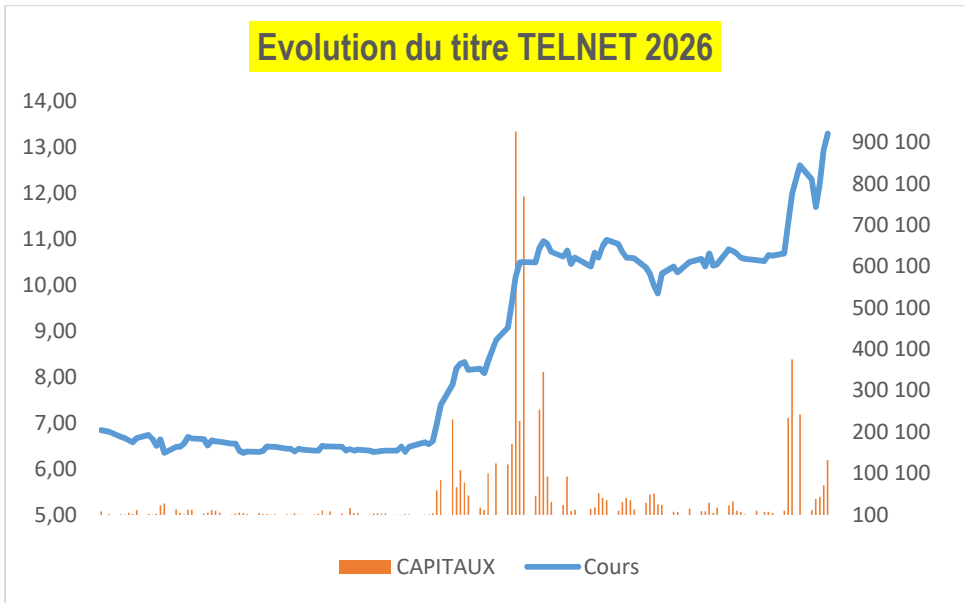
Statut d'acteur souverain régional du numérique. Transition complète du modèle économique.

Risques identifiés par le management et mitigation

Risque	Mitigation
Charge financière initiale	Phasage des investissements
Concurrence internationale	Partenariats industriels
Compétences rares	Plan RH attractif, positionnement niche souverain

7. Performance boursière

Indicateur	2024	2025	Var.
Cours moyen de l'année (TND)	5,640	6,815	+20,8 %
Volume moyen/jour (titres)	6 971	7 176	+2,9 %
Variation annuelle du cours	-23,56 %	+12,32 %	reprise



À 13,29 DT (le 03/07/2026) et forte d'un rallye spectaculaire de +94,30 % YTD, propulsé par un volume d'échanges exceptionnel de 66,5 MDT, TELNET HOLDING s'impose comme le moteur de performance de la cote tunisienne, bénéficiant d'un flottant de 58,03 % qui garantit une excellente liquidité relative. Bien que ce bond stratosphérique propulse le PER à 19,1x—une prime de croissance légitime pour son modèle technologique

extra-territorial—la valorisation globale demeure étonnamment équilibrée, comme en témoigne un multiple VE/EBITDA de 5,47x très modéré pour une entreprise exportatrice, structurellement désendettée et forte génératrice de free cash-flow, tandis que le rendement du dividende (3,3 %) offre un soutien d'attente correct bien que mécaniquement dilué par la hausse du cours. Néanmoins, après une telle parabole, le potentiel technique à court terme tend à saturer et le risque de prises de bénéfices légitimes s'accroît, ce qui nous invite à adopter une recommandation de CONSERVATION pour les positions existantes ; le mot d'ordre est d'éviter de poursuivre le titre à ces niveaux et de privilégier des stratégies d'accumulation progressive sur repli, en attendant que les prochains résultats semestriels viennent valider la capacité du groupe à transformer cette dynamique boursière en croissance bénéficiaire tangible.



À RETENIR — Marché

- Le titre a plus que doublé depuis l'AGO 2025.
- Cette revalorisation intègre déjà une large part de la thèse du pivot stratégique.

8. Analyse qualitative

Forces

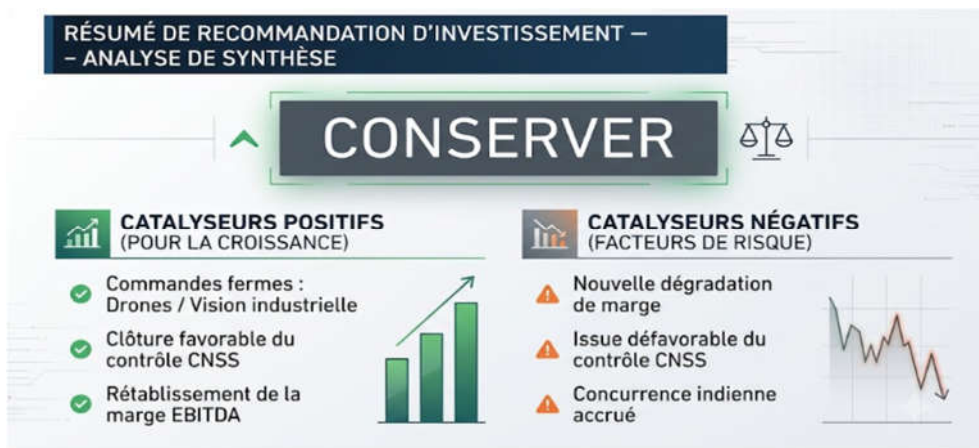


Points de vigilance



- Pression salariale structurelle liée à la pénurie d'ingénieurs.
- Contrôle CNSS en cours, impact non chiffrable.
- Exécution du pivot stratégique non encore démontrée dans les comptes.
- Accord de libre-échange UE-Inde (janvier 2026) : risque concurrentiel identifié par le management lui-même.

9. Recommandation



Valeur de croissance premium sur la place de Tunis, **TELNET HOLDING** se distingue par un modèle économique extra-territorial axé sur l'ingénierie à forte valeur ajoutée (systèmes embarqués, aéronautique, IA), offrant une résilience unique face à la conjoncture macroéconomique locale grâce à ses revenus en devises. Si sa solide génération de trésorerie, sa rentabilité historique et son faible endettement en font un actif de fond de portefeuille de haute qualité, l'investisseur doit rester vigilant face à la pression sur les coûts salariaux des ingénieurs, à la sensibilité des budgets R&D de ses clients européens et à des multiples de valorisation souvent exigeants qui peuvent brider le potentiel de hausse à court terme. Dans une perspective de moyen et long terme, le profil fondamental demeure particulièrement attractif et justifie une recommandation **CONSERVER**, une stratégie d'accumulation sur repli technique étant à privilégier dès lors que les prochaines publications financières confirmeront la dynamique de croissance des revenus et la préservation des marges opérationnelles.

Le présent document a été élaboré exclusivement à des fins d'information et d'analyse. Les informations, données financières, estimations et opinions qui y figurent reposent sur des sources considérées comme fiables à la date de rédaction. Toutefois, leur exactitude, leur exhaustivité ou leur actualité ne peuvent être garanties.

Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni une recommandation personnalisée d'investissement au sens de la réglementation applicable. Tout investissement sur les marchés financiers comporte des risques, notamment un risque de perte partielle ou totale du capital investi. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et les valorisations ou objectifs éventuels ne constituent en aucun cas une garantie de réalisation.

Le présent document est diffusé sans engagement de responsabilité quant aux décisions d'investissement qui pourraient être prises sur son fondement. Chaque lecteur demeure seul responsable de l'évaluation des informations présentées et des décisions qu'il choisit de mettre en œuvre.