

Informations boursières :
Secteur: Technologie

Prix: 6 dinars

Valeur Nominal: 1 dinar

Nombre d'actions offertes: 333 334 actions nouvelles

Jouissance des actions: 1^{er} janvier 2011

Période de souscription: 13 janvier au 19 janvier 2012

Capitalisation boursière après OPF : 12,5MD

Actionnariat :

Actionnaires	% du capital et des droits de vote	
	Avant OPF	Après OPF
M. Naceur HIDOUSSE	71,3%	59,9%
Challenge SICAR	15,3%	12,8%
ATID FUND 1	6,6%	5,6%
T.D.F	6,6%	5,6%
Autres Actionnaires	0,2%	0,1%
OPF	-	16,0%
Total	100,0%	100,0%

Ratios Boursiers :

	2011e	2012p
P/E	37,1x	29,1x
VE/CA	1,7x	1,5x
VE/EBITDA	6,4x	4,8x
VE/EBIT	19,7x	17,1x
Divyield	2,16%	2,75%

Données financières :

	2011e	2012p
BPA	0,162	0,206
DPA	0,129	0,165
ROE	5,0%	6,3%

Points Forts / Opportunités:

- Innovation et introduction de nouveaux produits sur le marché (tablettes androïdes, etc.) ;
- Panoplie de produits répondant aux besoins essentiels des clients ;
- Grand potentiel de développement pour le marché.

Points Faibles / Menaces :

- Faible part de marché par rapport aux concurrents (7% au 30 septembre 2010) ;
- Très forte concurrence entre les opérateurs agréés ;
- Guerre des prix entre concurrents.

Objectif de l'augmentation de capital :

- Financer le programme d'investissement ;
- Renforcer l'image de l'entreprise sur le plan national ;
- Stimuler la croissance avec de nouvelles sources de financement.

Caractéristiques de l'opération :

La société HEXABYTE s'introduit sur le marché Alternatif de la cote de la bourse de Tunis à travers une augmentation de capital portant sur 333 334 actions nouvelles représentant 16% du capital après introduction.

Les actions offertes dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme seront réparties en 2 catégories :

Catégories	Nombre d'actions	% de l'OPF	Montant (en dinars)	% du capital après OPF
Catégorie A : Institutionnels tunisiens et/ou étrangers.	166 667	50%	1 000 002	8,0%
Catégorie B : Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres qu'institutionnels.	166 667	50%	1 000 002	8,0%
Total	333 334	100%	2 000 004	16,0%

La demande d'acquisition doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être inférieur à 10 actions ni supérieur à :

- 104 166 actions, soit 5% du capital social après augmentation pour les institutionnels (catégorie A) ;
- 10 416 actions, soit 0,5% du capital social après augmentation pour les non institutionnels (catégorie B).

Le mode de satisfaction des demandes de souscription se fera de la manière suivante :

Pour la catégorie A : Les demandes de souscription seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation, déterminé par le rapport quantité offerte / quantité demandée et retenue. Le reliquat non servi sera réparti par la commission de dépouillement, sans que la

part de chaque institutionnel ne dépasse 5% du capital à l'issue de l'opération.

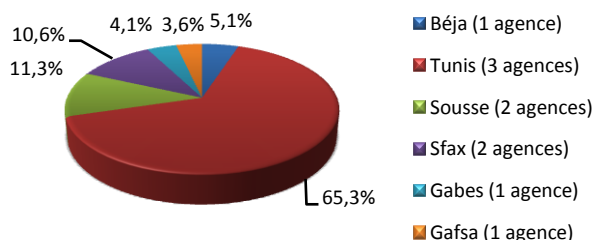
Pour la catégorie B : Les demandes de souscription seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie. Les paliers de satisfaction seront fixés par la commission de dépouillement.

Contrat de liquidité : Portant sur 200 000 dinars et 33 000 actions pour une période de 6 mois à partir de la date d'introduction en Bourse de HEXABYTE.

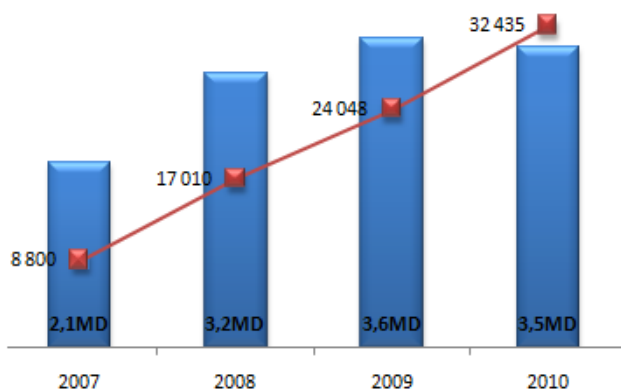
Pactes d'actionnaires : L'actionnaire de référence de la société HEXABYTE Monsieur Naceur HIDOUSSEI et les sociétés Challenge SICAR, ATID FUND (1) et Tunisian development Fund (TDF) ont conclu des pactes dont les principales clauses sont :

- Obligation de maintenir par l'actionnaire de référence d'une position de référence d'au moins égale à 40% ;
- Engagement des investisseurs stratégiques de sortir dans un délai de 5 ans avec un maintien de la participation au moins 2 ans à partir de la date d'introduction de la société en bourse.
- Engagements des parties d'œuvrer au maximum pour que le montant des dividendes distribués soit au moins égale à 50% des bénéfices annuels nets.

Répartition du chiffre d'affaires par agence en 2010



Evolution du chiffre d'affaires et du nombre d'abonnés



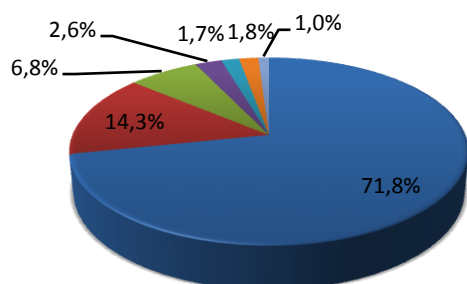
Présentation de la société :

La société HEXABYTE a été fondée en 2001 à Béja par M. Naceur HIDOUSSEI avec l'ambition de devenir fournisseur de services Internet pour toutes les régions du pays. La société a pour objet principal la fourniture de services à valeur ajoutée des télécommunications de type internet ainsi que la conception, la production et la commercialisation de tous logiciels, matériels et équipements informatiques.

En 2010 et dans le cadre de son introduction en bourse le capital social de HEXABYTE a été porté de 280 000 dinars à 1 750 000 dinars par une opération d'incorporation de réserves et d'un apport en numéraire à travers l'entrée dans le capital de 3 nouveaux actionnaires (Challenge SICAR, ATID Fund (1) et Tunisian Development Fund). La souscription aux nouvelles actions émises a été aux mêmes conditions de prix que l'introduction en bourse, soit un apport de 3MDt représentant 28,6% du capital avant OPF et 24% du capital après OPF.

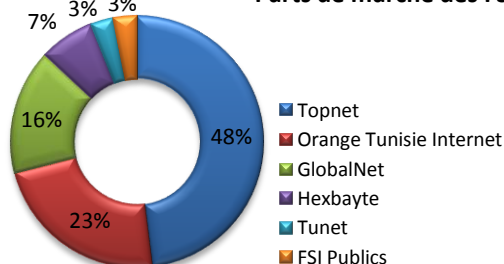
La société HEXABYTE dispose à fin septembre 2011 de 13 agences commerciales et emploie environ 102 personnes.

Structure du chiffre d'affaires par produit en 2010



- ADSL résidentielle
- XDSL Entreprises
- Ventes Tablettes et Pack PC
- DIAL UP
- Hébergement & Noms de domaine
- Solutions surveillance IP & Réseaux
- Revenus divers

Parts de marché des FSI



- Topnet
- Orange Tunisie Internet
- GlobalNet
- Hexbayte
- Tunet
- FSI Publics

Activité de la société :

L'activité de HEXABYTE a affiché un taux de croissance annuel moyen de 17,7% passant de 2,1MD en 2007 à 3,5MD en 2010. Cette performance est essentiellement attribuable à la hausse de son portefeuille client qui a atteint 32 435 abonnés en 2010 contre 8 800 abonnés en 2007. Ceci est rendu possible grâce à l'expansion de son réseau d'agence qui s'est enrichi de 8 nouveaux points de ventes en à peine 3 ans. Le chiffre d'affaires, en revanche, s'est légèrement replié sur un an, baissant de 2,7%, pour atteindre 3,5MD contre 3,6MD en 2009 suite aux réductions tarifaires des abonnements ADSL au niveau de tout le secteur ainsi le revenu moyen par abonné ADSL est passé de 107 dinars en 2009 à 78 dinars en 2010, soit une baisse de 27,1%

L'analyse de la répartition du chiffre d'affaires et de son évolution par produit dénote que les ventes d'ADSL résidentielles représentent à eux seules près de 72% des revenus de HEXABYTE et ont enregistré une croissance soutenue de 29,2% sur les 4 dernières années. Les ventes de XDSL Entreprises qui contribuent à hauteur 14,3% du chiffre d'affaires globales affichent des revenus de 496mD en 2010 contre 190mD en 2007 soit un TCAM de 37,6%. Par ailleurs, HEXABYTE a lancé ces 4 dernières années des offres innovantes telles que la vente de tablette PC et Pack PC répondant ainsi aux attentes ses clients et à une demande de plus en plus forte à ce type de technologie. Ces ventes qui ne représentaient que 0,1% de l'activité totale de la société en 2007 a atteint une proportion de 6,8% en 2010.

Toutefois, la part de marché de HEXABYTE reste faible à 7% en 2010 et ce en dépit de l'effort commercial entrepris par la société durant les dernières années. En effet, la société évolue dans un marché fortement concurrentiel dont les 2 principaux acteurs Topnet et Orange Tunisie internet (Planet) accaparent plus que 70% de part de marché. De plus, ils bénéficient du soutien de leurs actionnaires de références respectifs, Tunisie Télécom pour Topnet et Orange Télécom pour Orange Tunisie internet. Il faut signaler aussi qu'au cours de l'année 2011 Tunisiana le 3^{ème} opérateur de téléphonie a acquis un bloc de contrôle dans le FSI Tunet représentant 49% avec une option d'achat sur le reste du capital.

La société HEXABYTE affiche des niveaux de rentabilité satisfaisants. Ainsi, la marge brute s'établi à 2 043mD en 2010, soit un taux de marge brute de 59% contre 63% en 2008 qui s'explique par la baisse du revenu moyen par abonné en 2010. Les charges de personnel ont presque doublé passant de 440mD en 2008 à 800mD en 2010, soit 23,1% du chiffre d'affaires. Cette hausse est attribuable essentiellement à l'ouverture de nouvelles agences qui a nécessité le renforcement de l'effectif de la société. Ceci a impacté négativement la marge d'EBE qui a perdu 7,8 points par rapport à 2008 pour atteindre 24,8% en 2010.

Par ailleurs, la société dégager un excédent de trésorerie d'exploitation confortable lui permettant ainsi de financer son développement et de faire face à ses engagements. Ce qui explique sa structure financière saine qui se caractérise par un endettement net vierge affichant un gearing négatif en 2008, 2009 et 2010 respectivement de -52,2%, -22,6% et -44,9%. En outre, se trouvant dans une zone de développement régional la société bénéficie d'une exonération totale de l'impôt sur les sociétés pour une période de 10 ans allant de l'exercice 2001 à l'exercice 2011. Cette situation permet à HEXABYTE de réaliser un bénéfice net de 296mD en 2010 contre 494mD en 2009 et ce en dépit de l'effritement des marges d'exploitation. Toutefois, cet avantage fiscal est actuellement remis en question par l'administration fiscale suite à une vérification approfondie couvrant les exercices 2005, 2006, 2007 et 2008 qui a abouti à un redressement de 619mD. De plus, la société risque un redressement social en 2010 de 48,5mD (couvrant les exercices 2007, 2008 et 2009). Retraité de ces redressements et du litige avec l'ATI d'un montant de 85mD, les résultats nets de 2009 et de 2010 seraient respectivement de -144mD et 146mD.

A la fin du 3^{ème} trimestre 2011, l'activité de la société HEXABYTE s'est caractérisée par une hausse du chiffre d'affaires de 40,2% par rapport à la même période en 2010 à 3 130mD, soit un taux de réalisation 67,5% de ce qui a été prévu sur une année pleine. Cette performance est imputable à la progression de 36,3% du nombre d'abonnés ADSL à 46 603 due essentiellement à l'ouverture de nouvelles agences et au renforcement de l'appareil commercial.

Perspective de développement :

Les orientations stratégiques de HEXABYTE s'articulent autour de trois axes:

- 1- Renforcer et affiner le réseau de distribution à travers la présence de HEXABYTE sur le territoire tunisien par la mise en place des agences et le choix des revendeurs ;
- 2- Mettre sur le marché un ensemble de nouveaux produits : Pack PC, Equipements de vidéo surveillance IP et des produits de téléphonie mobile et d'accès internet mobile.
- 3- Mener une stratégie marketing agressive : campagnes SMS, réseaux sociaux (facebook et autres) et réseaux classiques (radios, TV,...), gratuits et abatement pour les nouveaux abonnés et parrainage des équipes de football.

Actuellement, la société s'est lancée dans un ambitieux programme de développement visant à renforcer sa part de marché et son parc d'abonnés à travers une extension sensible de son réseau d'agences et de prescripteurs et en investissant davantage dans la publicité et le marketing. Le coût de ce programme est estimés à 8,4 millions de dinars pour la période allant de 2011 à 2015. Trois sociétés à capital risques ont déjà accepté d'accompagner la société dans son développement en injectant 3 millions de dinars dans le cadre de la première phase de l'augmentation de capital déjà réalisée et 2 millions de dinars seront levés sur le marché financier.

(en milliers de dinars)	2008	2009	2010
Chiffres d'affaires	3 151	3 562	3 466
<i>Variation</i>	<i>48,1%</i>	<i>13,1%</i>	<i>-2,7%</i>
Achats consommés	1 165	1 429	1 422
Marge Brute	1 986	2 133	2 043
<i>Taux de marge Brute</i>	<i>63,0%</i>	<i>59,9%</i>	<i>59,0%</i>
Charges du personnel	440	600	800
<i>Charges du personnel /C.A</i>	<i>14,0%</i>	<i>16,8%</i>	<i>23,1%</i>
Autres charges d'exploitation	520	458	386
E.B.E	1 026	1 075	858
<i>Marge D'EBE</i>	<i>32,6%</i>	<i>30,2%</i>	<i>24,8%</i>
-Variation du BFR	-1 074	681	-548
E.T.E	2 099	394	1 406

	30/09/2010	30/09/2011	Var
Encours nombres abonnés ADSL*	34 200	46 603	36,3%
Chiffre d'affaires	2 233 372	3 130 409	40,2%
Nombre d'agence	9	13	4

*Total des ports actifs et inactifs.

Les hypothèses retenues par la société pour élaborer son business plan :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 27% pour atteindre 11 465,6mD en 2015 contre 4 638mD en 2011. L'ADSL résidentielle maintiendra sa position historique et aura la part prépondérante dans le chiffre d'affaires, avoisinant 70% en moyenne sur les 5 prochaines années. Les ventes de Tablettes et Pack PC occuperont une part plus importante dans la stratégie commerciale de HEXABYTE pour atteindre à l'horizon 2015, 16,9% du chiffre d'affaires globales ;
- La masse salariale de la société HEXABYTE augmentera sur toute la période de prévision de 13,4%, résultant de l'évolution aussi bien de l'effectif ainsi que des salaires. Toutefois, la proportion de ces frais par rapport au chiffre d'affaires diminuera progressivement pour s'établir à 13,1% en 2015 ;
- Un taux d'impôt effectif moyen au titre des exercices futurs de l'ordre de 11% ;
- Le résultat net de 2011 devrait s'établir à 337,1mD pour atteindre 2 454,2MD en 2015, enregistrant ainsi un TCAM de 52,7% sur la période prévisionnelle.

(en milliers de dinars)	2008	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p	2015p	TCAM 2010-2015
Chiffres d'affaires	3 150,7	3 562,5	3 465,5	4 638,0	5 940,9	7 457,2	9 266,4	11 465,6	27,0%
<i>Variation</i>	<i>48,1%</i>	<i>13,1%</i>	<i>-2,7%</i>	<i>33,8%</i>	<i>28,1%</i>	<i>25,5%</i>	<i>24,3%</i>	<i>23,7%</i>	
Coût d'achat des marchandises vendues	1 165,1	1 429,1	1 422,1	1 882,1	2 307,4	2 722,3	3 159,8	3 650,0	20,7%
Marge Brute	1 985,6	2 133,4	2 043,5	2 756,0	3 633,5	4 734,9	6 106,7	7 815,6	30,8%
<i>Taux de marge Brute</i>	<i>63,0%</i>	<i>59,9%</i>	<i>59,0%</i>	<i>59,4%</i>	<i>61,2%</i>	<i>63,5%</i>	<i>65,9%</i>	<i>68,2%</i>	
Charges du personnel	440,1	600,0	799,8	897,2	1 048,6	1 216,8	1 352,7	1 501,7	13,4%
<i>Charges du personnel / C.A</i>	<i>14,0%</i>	<i>16,8%</i>	<i>23,1%</i>	<i>19,3%</i>	<i>17,7%</i>	<i>16,3%</i>	<i>14,6%</i>	<i>13,1%</i>	
Autres charges d'exploitation	519,8	458,3	385,7	602,3	803,5	989,7	1 130,2	1 319,3	27,9%
Excédent Brute d'Exploitation	1 025,7	1 075,1	857,9	1 256,5	1 781,4	2 528,4	3 623,8	4 994,6	42,2%
<i>Marge d'EBE</i>	<i>32,6%</i>	<i>30,2%</i>	<i>24,8%</i>	<i>27,1%</i>	<i>30,0%</i>	<i>33,9%</i>	<i>39,1%</i>	<i>43,6%</i>	
- Variation du BFR	-1 073,7	681,0	-548,4	1 027,9	593,3	-424,1	124,4	156,8	
E.T.E	2 099,4	394,1	1 406,3	228,6	1 188,1	2 952,6	3 499,4	4 837,8	28,0%
Dotations aux amortissements et aux provisions	494,8	580,1	551,3	850,3	1 275,6	1 788,1	1 645,9	2 234,4	32,3%
Résultat d'exploitation	529,8	493,9	306,6	406,2	506,7	741,3	1 977,9	2 760,2	55,2%
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>16,8%</i>	<i>13,9%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,9%</i>	<i>21,3%</i>	<i>24,1%</i>	
Charges financières nettes	3,4	56,2	31,5	27,5	22,7	17,0	10,1	2,2	-41,1%
Produits de placement	10,9	11,6	5,3	-	-	-	-	-	
Autres gains ordinaires	141,5	44,1	15,2	-	-	-	-	-	
Autres pertes ordinaires	3,8	-	-	-	-	-	-	-	
Résultat des activités ordinaires avant impôt	673,1	493,5	295,6	378,6	484,0	724,4	1 966,8	2 757,0	56,3%
Impôt sur les sociétés	-	-	-	41,6	53,0	79,4	216,0	302,7	
Résultat net	673,1	493,5	295,6	337,1	431,0	644,9	1 750,8	2 454,2	52,7%
<i>Marge nette</i>	<i>21,4%</i>	<i>13,9%</i>	<i>8,5%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,3%</i>	<i>8,6%</i>	<i>18,9%</i>	<i>21,4%</i>	

Valorisation :

La société HEXABYTE sera introduite sur la base d'une valorisation établie sur la base d'un business plan allant de 2011 à 2015 et selon 3 méthodes d'évaluation à savoir DCF, BATES et Goodwill. Le taux d'actualisation retenu calculé par le recours à l'approche du CMPC (Coût Moyen Pondéré du Capital) selon les hypothèses suivantes : $\beta=1$, taux sans risque de 6,2% et une prime de risque marché de 7,6%, soit CMPC de 13,8%. En outre un taux de croissance à l'infini de 1,5% a été retenu.

Méthode	Valeur globale (en MD)	Valeur unitaire avec risque fiscal (en dinars)	Risque fiscal unitaire (en dinars)	Valeur unitaire sans risque fiscal (en dinars)
Goodwill	8,010	6,408	-0,495	5,913
BATES	9,688	7,751	-0,495	7,256
DCF	7,927	6,342	-0,495	5,847
Moyenne	8,542	6,834	-0,495	6,338
Risque fiscal	-0,619			
Valeur moyenne	7,923			
Décote (5,34%)	0,423			
Valeur de l'entreprise avant augmentation	7,500			
Valeur recommandée (IPO et Pre-IPO)	5,000			
Pourcentage d'ouverture	40%			

Le prix proposé est de 6 dinars, soit une décote de 5,34% par rapport à la moyenne pondérée des méthodes retenues déduction faite du risque fiscal. Ce prix correspond à une valorisation après augmentation de HEXABYTE de 12,5MD.

Recommandation :

La société HEXABYTE fait face à une concurrence accrue de la part des 2 principaux acteurs du secteur des FSI et la récente acquisition de 49% de TUNET par Tunisiana pourrait avoir une incidence négative sur les perspectives de développement de la société. Ainsi, le challenge que doit relever le management de HEXABYTE au cours des prochaines années serait de réaliser son business plan que nous considérons optimiste. De plus, avec un prix d'introduction de 6 dinars le titre affiche un P/E de 37,1x les bénéfices estimés de 2011 et un rendement en dividende de 2,16%, soit un retour sur investissement assez long.

Nous recommandons de souscrire à l'OPF pour un investisseur averti dans une optique de placement à moyen terme.