

Secteur : Internet

Nombre d'actions offertes: 333 334 actions

Prix : 6 Dinars (Nominal = 1Dinar)

Jouissance des actions : 1^{er} Janvier 2011

Capitalisation boursière après OPF : 12,5MD

Actionnariat :

	Avant OPF	Après OPF
Famille HIDOUSI	71%	60%
SICAR et FCPR	29%	24%
Public	-	16%
Total	100%	100%

Chiffres clés :

ROE 2011e/2012e: 5,0% / 6,3%

PE 2011e/2012e: 37,1x / 29,1x

P/BV 2011e/2012e: 1,8x / 1,7x

Div Yield 2011e/2012e = 2,2% / 2,8%

But de l'introduction en bourse :

- Financer le programme d'investissement de la société axé sur le renforcement du réseau d'agences et l'élargissement de la gamme des produits ;
- Diversifier les sources de financement ;
- Accroître la notoriété de la société permettant d'attirer de nouveaux clients.

Points clés :

- Un potentiel de croissance pour le marché des FSIs très important au vu de la faiblesse du taux de pénétration de l'internet en Tunisie;
- Un marché caractérisé par une concurrence acharnée et Hexabyte se positionne à la 4^{ème} place avec 7% de part de marché ;
- La société bénéficie d'un réseau relativement important par rapport à sa taille en tenant compte de ses revendeurs ce qui lui permet d'être présente sur tout le territoire ;
- Un effritement des marges durant les dernières années suite à la baisse des tarifs pratiqués ;
- Un profil financier sain avec une capacité d'endettement vierge et un gearing négatif de -45%;
- Un business plan très ambitieux avec une croissance à deux chiffres des revenus et des gains de parts de marché ;
- Des rendements d'échelles très importants, suite aux investissements nouvellement engagés;
- Une stratégie commerciale centrée sur le client et la valeur ;
- Une valorisation chère par rapport au marché mais qui se justifie par la très forte progression de l'activité dans un environnement à fort potentiel de croissance.

Recommandation :

Souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen terme

1- Caractéristiques de l'offre

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 333 334 actions nouvelles à émettre dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire, représentant 16% du capital après augmentation

Valeur nominale : 1 dinar

Prix d'émission des actions nouvelles : Six (6) dinars, soit 1Dinar de valeur nominale et 5 Dinars de prime d'émission

Montant de l'opération : 2 000 004 dinars

Période de souscription : Du 13 au 19 Janvier 2012

Jouissance des actions : Les actions nouvelles porteront jouissance à partir du 1^{er} janvier 2011

Offre proposée : Les 333 334 actions offertes dans le cadre de cette opération seront réparties comme suit :

Catégories	Part d'allocation	Nombre d'actions allouées	Montant (en dinars)
Catégorie A :			
Institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 10 actions et au maximum 104 166 actions, soit 5% du capital social après introduction	50%	166 667	1 000 002
Catégorie B :			
Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres qu'institutionnels sollicitant au minimum 10 actions et au maximum 10 416 actions, soit 0,5% du capital après augmentation	50%	166 667	1 000 002
Total	100%	333 337	2 000 004

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

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

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 ;

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

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 des actions de Hexabyte sur le marché alternatif de la bourse de Tunis.

2- Présentation du secteur des télécommunications en Tunisie :

La société opère sur le marché Tunisien qui est considéré parmi les plus modernes dans le bassin méditerranéen. En effet, la Tunisie possède un réseau doté des plus récentes technologies qui permettent d’assurer en même temps le trafic téléphonique, l’internet et les applications multimédia. La Tunisie a misé sur les TIC, de par son opérateur historique Tunisie Télécom, qui a largement investi dans ce domaine et qui a contribué au développement d’un système moderne de télécommunication, sur l’ensemble du territoire.

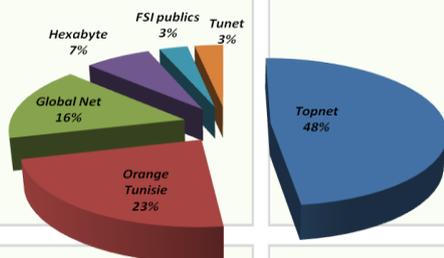
Dés 2002, le pays a bénéficié de la concurrence entre les opérateurs, avec l’introduction de Tunisiana et par la suite par l’attribution d’une troisième licence au Consortium Divona Telecom- Orange, qui a installé un réseau public de télécommunications fixes et services de télécommunications mobiles de 2^{ème} et 3^{ème} génération. Les différents apports technologiques et l’évolution de ces opérateurs ont nettement amélioré la qualité du service fourni à la clientèle, ainsi que la création de nouveaux besoins. Ces éléments ont engendré une amélioration du taux de pénétration de ces produits. En effet, l’évolution du nombre d’abonnements aux réseaux de la téléphonie mobile et fixe a atteint 12,4Millions d’abonnés, soit une densité de 117,0 abonnements pour 100 habitants à fin 2010 contre 6,938 Millions abonnements et 68,8 abonnements pour 100 habitants à fin 2005.

Par ailleurs, la Tunisie a entamé un projet d’installation de réseau de très haut débit en fibres optiques dans 300 zones industrielles et zones de services. Ce projet ayant touché, dans une première étape, plus de 70 zones, permettant aux entreprises de se connecter aux réseaux de télécommunications modernes en fibre optique et de bénéficier ainsi, selon leurs besoins, d’un débit qui peut aller de 2 Mbit/s jusqu’à 1 Gbit/s.

Le parc d’ordinateurs en Tunisie a connu une importante progression atteignant 1 510 130 unités en septembre 2011 contre 767 500 unités en 2007 correspondant à une progression remarquable de 96,76%. Ces chiffres correspondent à une moyenne qui est passée de 7,5 à 14,1 ordinateurs par 100 habitants entre 2007 et septembre 2011 : ceci laisse présager un grand potentiel d’expansion dans les années à venir.

3- Evolutions majeures de la concurrence :

Le secteur a connu d’importantes évolutions ces deux dernières années. En effet, les leaders du secteur se sont rapprochés des principaux opérateurs téléphoniques. Topnet et Tunisie Télécom d’une part et Planet et Orange Tunisie d’autre part. Ces changements qui ont permis aux deux leaders des FSI tunisiens d’être adossés par les deux opérateurs universels vont accentuer la concurrence dans ce secteur et rendre l’adaptation des autres FSI une condition sine qua non de pérennité. En 2011, Tunisiana a acquis une part de contrôle (49%) dans le capital de la société Tunet, avec une option d’acquisition du reste du capital.



Les FSI opérant sur le marché national sont à classer en deux catégories, privés et étatiques :

- Les FSI Etatiques connectant toutes les institutions publiques accaparant 3% seulement du marché total ;
- Les FSI privés comptant 5 institutions : Orange Tunisie Internet, Topnet, Global Net, Hexabyte et Tunet.

La concurrence est très rude sur le marché, puisque plus de 70% du marché est accaparé par deux FSI seulement (Topnet et Orange Tunisie). Hexabyte quant à elle détient 7% de part de marché à fin septembre 2010.

Actuellement, la Tunisie est l'un des pays dont le taux de pénétration est le plus élevé du continent (soit 4,3%). Cependant, ce taux demeure faible si nous le comparons aux pays développés, ce qui dénote une forte croissance pour le marché des FSI. Néanmoins, et compte tenu de la forte concurrence qui règne sur le secteur, les marges des clients devraient s'effriter d'avantage durant les prochaines années. Pour remédier à cela, les FSI devront diversifier leur gamme de produits en offrant d'autres produits à forte valeur ajoutée.

4- Présentation de la société Hexabyte :

La société HEXABYTE, Fournisseur de Service Internet a été créée en 2001 par M. Naceur HIDOUSSE avec un capital initial de 280mD. Ce dernier a fait l'objet d'une incorporation de réserves en septembre 2010 pour s'élever à 1 250mD.

En décembre 2010, une deuxième AGE a été tenue qui a décidé d'augmenter le capital de la société de 833,334mD en deux phases indépendantes.

La première phase pré-introduction pour 500mD avec l'entrée dans le capital de nouveaux actionnaires (Challenge SICAR, Tunisian Development Fund et ATID Fund). Cette augmentation de capital a été réalisée dans les mêmes conditions que l'introduction en bourse, soit au prix de 6 Dinars l'action. Actuellement, le capital social s'élève à 1 750mD.

La deuxième phase, objet de l'introduction en bourse pour un montant de 333,334mD, et portera ainsi le capital social de la société à 2083,334mD.

Sur le plan commercial, la société est présente sur le territoire national à travers 10 agences commerciales : 3 à Tunis, 2 à Sousse, 2 à Sfax, 1 à Béja, 1 à Gabès et 1 à Gafsa. Outre ses propres points de vente, la société a noué des relations commerciales avec près de 342 revendeurs. Actuellement, la société compte à fin 2010 plus de 37milles ports ADSL contre 17milles en 2008.

La société compte au niveau de son personnel 82 personnes dont 56% alloués à la direction commerciale et possède un taux d'encadrement de l'ordre de 50%.

En 2009, la société a fait l'objet d'un redressement fiscal couvrant les exercices 2005 à 2009 pour un montant de 620mD. L'administration fiscale a remis en cause l'éligibilité de la société à l'exonération de l'impôt sur les sociétés provenant de l'activité de FSI, activité ne donnant pas droit à l'avantage fiscal dans les zones de développement régional. De plus et en 2010, la société a fait l'objet d'un contrôle fiscal relatif aux exercices 2007 à 2009 ayant abouti à un redressement de 48,5mD. Aucune provision n'a été constituée jusqu'à ce jour au titre des deux redressements.

En 2010, l'activité de la société a dégagé un bénéfice net de 296mD pour un chiffre d'affaires de 3 466mD. Hexabyte affiche une rentabilité financière de l'ordre de 6,7%.

5- Activité de la société :

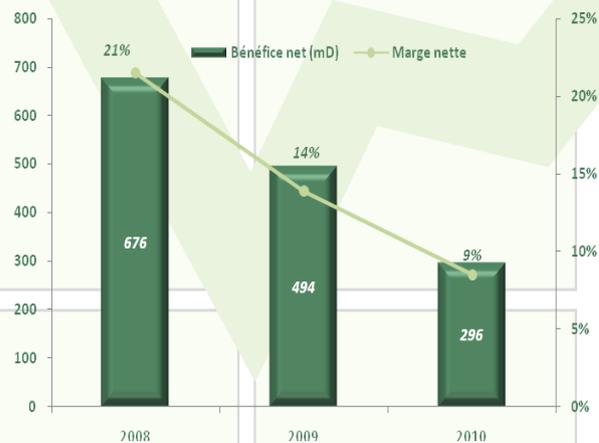
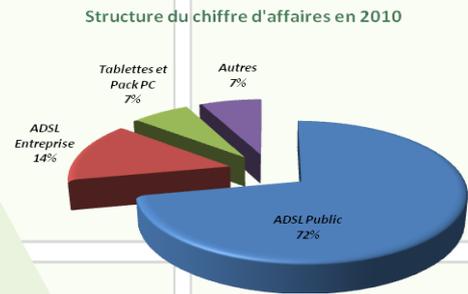
L'activité de la société est concentrée essentiellement au niveau de la commercialisation des abonnements ADSL destinés au grand public accaparant ainsi plus de 70% du chiffre d'affaires de la société. Les abonnements destinés aux entreprises gagnent de l'importance au niveau du chiffre d'affaires. Leur part est passée de 12% en 2008 à 14,3% en 2010.

Durant la période 2008-2010, le nombre de ports ADSL a cru en moyenne de 63,7% alors que le chiffre d'affaires d'Hexabyte a affiché une croissance annuelle moyenne de 19,5% seulement. La concurrence très vive au niveau du secteur a fait baisser les tarifs et s'est répercutée au niveau de la marge brute. Cette dernière s'est effritée de 4 points à 59% contre 63% en 2008.

La masse salariale rapportée au chiffre d'affaires est passée de 14% en 2008 à 23,1% en 2010. Cette hausse est attribuable essentiellement au recrutement de commerciaux suite à l'ouverture de nouvelles agences. En effet, 5 nouveaux points de vente ont été ouverts durant cette période.

En conséquence, la marge d'EBITDA et la marge nette se sont dépréciées respectivement de 8 et 13 points sur la période.

La structure financière d'Hexabyte est très saine et se caractérise par un endettement vierge affichant un gearing négatif de -45% en 2010.



6- Stratégie de développement :

Les orientations stratégiques d'Hexabyte s'articulent autour de trois axes:

- **Diversification de la gamme de produits:**

La société offrira à sa clientèle une multitude de produits innovants, exclusifs et à très forte valeur ajoutée tel que les premières tablettes androïdes, des caméras de surveillance comprenant des programmes personnalisés sur mesure, des pack PC, Net Box, Trakers GPS,

- **Développement du réseau de distribution :**

La société continuera de se rapprocher le plus de sa clientèle à travers une implantation beaucoup plus marquée dans le pays. En effet, il est prévu l'ouverture de 21 nouvelles agences durant la période 2011-2015 portant ainsi le réseau à 31 agences à fin 2015.

- **Stratégie marketing agressive:**

La société compte mener une stratégie de marketing très agressive visant à acquérir de nouvelles parts de marché. Cette dernière évoluera de 1% chaque année pour atteindre 12,2% à fin 2015 contre 7,2% en 2010.

Compte tenu de ce qui précède :

- Le chiffre d'affaires de la société passera de 3,5MD en 2010 à 11,5MD en 2015 soit un taux de croissance annuel moyen de 27,1% ;
- La masse salariale d'Hexabyte augmentera sur toute la période de prévision de 13,5% suite à l'évolution de la taille de l'entreprise. Néanmoins, la proportion de ces frais par rapport au chiffre d'affaires devrait gagner 10 points par rapport à 2010 pour s'établir à 13,1% en 2015 contre 23,1% en 2010.
- Le taux de marge d'exploitation de la société devrait s'améliorer pour passer de 8,8% en 2010 à 24,1% en 2015 grâce à une meilleure optimisation des charges. En effet, la société prévoit une baisse du coût de la bande passante qui passe de 39D par abonnement en 2010 à 17D en 2015 et ce en raison de l'effet de volume et la baisse des tarifs des opérateurs.
- Le résultat net de 2011 devrait s'établir à 337mD pour atteindre 2,5MD en 2015, enregistrant ainsi un TCAM de 60,7% sur la période prévisionnelle. La société devrait afficher un taux de marge de 21,4% à fin 2015 contre seulement 8,5% en 2010.

Le business plan de la société nous paraît assez ambitieux. En effet, la croissance exponentielle du chiffre d'affaires dans un environnement caractérisé par une très forte concurrence nous paraît très optimiste. Avec seulement 7,2% de part de marché, la société prévoit d'atteindre 12,2% à fin 2015. Ce scénario nous semble difficilement réalisable puisqu'il devrait à notre avis s'opérer au détriment des leaders du marché (Topnet et Orange Tunisie détenant actuellement plus de 70% du marché) et qui se sont adossés dernièrement à des opérateurs téléphoniques. De plus et afin de faire face à une concurrence acharnée, cette forte progression de l'activité devrait s'accompagner par une politique tarifaire beaucoup plus agressive.

Nous estimons que le principal défi à soulever par la société Hexabyte réside au niveau du respect de la réalisation de ce business plan optimiste et surtout aux niveaux de marges projetées, sans oublier bien sûr le respect du timing d'ouverture des agences.

Compte de résultat consolidé: Historique & Prévisionnel

(en mD)	2008	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	TCAM 2011-2015
Chiffre d'affaires	3 151	3 562	3 466	4 638	5 941	7 457	9 266	11 466	
<i>Evolution</i>		13,1%	-2,7%	33,8%	28,1%	25,5%	24,3%	23,7%	27,1%
-Achats & variation de stocks	1 165	1 429	1 422	1 882	2 307	2 722	3 160	3 650	
= Marge Brute	4 316	4 992	4 888	6 520	8 248	10 179	12 426	15 116	
<i>Evolution</i>		15,7%	-2,1%	33,4%	26,5%	23,4%	22,1%	21,6%	25,4%
- Autres charges d'exploitation	520	458	386	602	803	990	1 130	1 319	
- Charges de personnel	440	600	800	897	1 049	1 217	1 353	1 502	
= Excédent brut d'exploitation (E.B.E.)	5 276	6 050	6 073	8 020	10 100	12 386	14 909	17 937	
<i>Evolution</i>		14,7%	0,4%	32,1%	26,0%	22,6%	20,4%	20,3%	24,3%
-Dot. Amort. et Prov.	495	580	551	850	1 276	1 788	1 646	2 234	
= Résultat d'exploitation	531	495	307	406	506	740	1 978	2 760	
<i>Evolution</i>		-6,8%	-38,1%	32,5%	24,5%	46,4%	167,2%	39,6%	62,0%
- Charges financières nettes	3	56	32	28	23	17	10	2	
+/- Autres Eléments ordinaires	138	44	15	0	0	0	0	0	
Produits financiers	11	12	5	0	0	0	0	0	
= Résultat courant avant impôt	676	494	296	379	483	723	1 968	2 758	
<i>Evolution</i>		-26,9%	-40,2%	28,1%	27,6%	49,8%	172,0%	40,2%	63,5%
- Impôts sur les bénéfices	0	0	0	42	53	79	216	303	
= Résultat net	676	494	296	337	430	644	1 752	2 455	
<i>Evolution</i>		-26,9%	-40,2%	14,0%	27,6%	49,8%	172,0%	40,2%	60,7%

Ratios : Historique & Prévisionnel

	2008	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p
Charges de personnel/Chiffre d'affaires	14,0%	16,8%	23,1%	19,3%	17,7%	16,3%	14,6%	13,1%
Marge d'EBITDA	32,6%	30,2%	24,8%	27,1%	30,0%	33,9%	39,1%	43,6%
Marge d'exploitation	16,8%	13,9%	8,8%	8,8%	8,5%	9,9%	21,3%	24,1%
Marge nette	21,5%	13,9%	8,5%	7,3%	7,2%	8,6%	18,9%	21,4%
ROE	204,9%	49,6%	6,7%	5,0%	6,3%	9,4%	25,0%	33,3%
Gearing	-51,2%	-22,6%	-44,9%	-63,7%	-53,4%	-61,4%	-63,7%	-67,3%

7- Evaluation de la société :

L'évaluation d'Hexabyte a été réalisée par United Gulf Advisory Services sur la base du business plan pour une période allant de 2011 à 2015.

L'évaluateur a utilisé 3 méthodes :

- La méthode d'actualisation des Cash Flow Futurs ;
- La méthode de Goodwill ;
- La méthode de Bates.

Le taux d'actualisation utilisé est le WACC (Coût Moyen Pondéré du Capital) déterminé par les paramètres suivants :

- Un taux sans risque de 6,2% ;
- Une prime de risque de marché de 7,6% ;
- Un bêta désendetté de 1

Soit un WACC de 13,8% correspondant ainsi au coût des fonds propres du fait d'un endettement financier net négatif pour Hexabyte.

Pour la détermination de la valeur terminale, il a été utilisé un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

Méthode	Capitalisation Théorique (MD)	Prix de l'action
DCF	12,9	6,205
Goodwill	13,0	6,245
Bates	14,69	7,050
Moyenne	13,5	6,500
Risque fiscal	0,619	0,297
Valeur moyenne tenant compte du risque fiscal	12,9	6,203

La moyenne des trois méthodes fait ressortir une capitalisation de 12,9MD soit une valeur par action de 6,203 dinars pour un total de 2 083 334 actions.

8- Prix proposé et recommandation:

Le prix proposé est de 6 Dinars, soit une décote de 3,3% seulement par rapport à la moyenne des méthodes. Ce prix correspond à une valorisation pour Hexabyte de 12,5MD.

Avec un prix d'introduction de 6D, le titre affiche les niveaux de valorisation que nous jugeons élevés :

- Un PE de 37,1 fois les bénéfices prévus pour 2011 affichant ainsi une surcote par rapport au marché mais qui se justifie par l'appartenance à un secteur à fort potentiel de croissance ;
- Un rendement en dividende de 2,2%. Il ya lieu de signaler que les nouvelles actions émises dans le cadre de cette augmentation de capital auront droit au dividende distribué au titre de l'exercice 2011. Le dividende prévu est de 0,129D par action.

Hexabyte*	
PE _{2011e}	37,1
PE _{2012e}	29,1x
P/BV _{2011e}	1,8
Div Yield _{2011e}	2,2%

**Données post-money*

Nous recommandons de souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen terme.