

Sc

Souscrire

Prix : 6.000Dt

Actionnariat après OPS:

Naceur Hidoussi : **60%**

SICAR et FCPR: **24%**

Flottant : **16%**

Période de souscription :

Du 13 au 19 janvier 2012

Capitalisation Boursière:

Avant OPS : 10.5MDt

Après OPS : 12.5MDt

Ratios de Valorisation:

P/E 2011e: **37.1x**

P/B 2011e: **1.93x**

Yield 2011e: **2.16%**

Gearing 2011e : **-67%**

ROE 2011e : **7%**

Analyste chargée de l'étude :

Rym GARGOURI BEN HAMADOU

Business plan ambitieuxun challenge à relever!

Recommandation boursière

Fondée en 2001, la société Hexabyte est spécialisée dans la fourniture de services internet. Son introduction sur le marché alternatif se fera par offre publique de souscription (OPS) correspondant à un flottant de 16% du capital après augmentation. La levée de fonds (2MDt) permettra à la société de **financer son programme de développement** par l'ouverture de 18 nouvelles agences à fin 2015 et le lancement de nouveaux produits (tablettes androïdes, etc.)

Malgré une concurrence accrue sur le marché, Hexabyte affiche de fortes ambitions de croissance d'ici 2015: une croissance annuelle moyenne de 27% de son chiffre d'affaires et de 53% de ses bénéfices, un plan d'affaires ambitieux!

Le challenge de la société serait de respecter son business plan et inverser la tendance baissière des marges observée sur les dernières années.

En dépit du niveau de valorisation élevé (P/E 11e de 37x), nous recommandons de souscrire à l'OPS dans une optique de placement à long terme pour tirer profit d'un bon retour sur investissement tout en conservant une approche prudente pour surveiller la discipline en matière de respect du business plan.

■ Points Forts / Opportunités:

- Secteur d'activité (TIC) suscitant un vif intérêt de la part des autorités tunisiennes
- Un management bien introduit dans le domaine des TIC
- Innovation et introduction de nouveaux produits sur le marché (tablettes androïdes, etc.)
- Une assise financière confortable (une trésorerie excédentaire de 2.3MDt en 2010)

■ Points Faibles / Menaces :

- Très forte concurrence dans le secteur
- Faible part de marché par rapport aux concurrents (seulement 7% en 2010)
- Forte dépendance des Fournisseurs de Services Internet (FSI) envers les opérateurs Télécoms
- Risque fiscal non provisionné, estimé à 0.6MDt couvrant la période 2005 à 2009

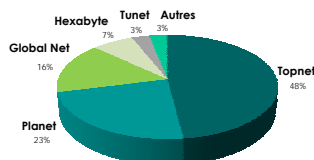
■ Caractéristiques de l'opération :

Hexabyte s'introduit sur le marché alternatif à travers une augmentation de capital de 2MDt (émission de 333 334 actions au prix unitaire de 6Dt) selon deux catégories d'investisseurs.

Catégories	Nombre d'actions	En % de l'OPF
Catégorie A Institutionnels, tunisiens ou étrangers, sollicitant au minimum 10 actions (60Dt) et au maximum 104 166 actions (625KDt)	166 667	50%
Catégorie B Personnes physiques ou morales, tunisiennes ou étrangères sollicitant au minimum 10 actions (60Dt) et au maximum 10 416 actions (62.5KDt)	166 667	50%
TOTAL	333 334	100%

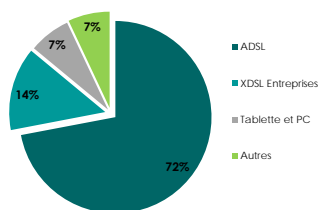
Pre-IPO	3MDt
OPS (augmentation de capital)	2MDt

Parts de marché des FSI en termes d'abonnés Internet en 2010



*Topnet et Planet profitent de leur appartenance aux opérateurs de télécommunications Tunisie Télécom et Orange Tunisie

Structure du CA₂₀₁₀ d'Hexabyte



■ Présentation de la société « Hexabyte » :

Fondée en 2001 par Mr. Naceur Hidoussi, ingénieur de formation et actionnaire majoritaire de la société, Hexabyte est un fournisseur de services Internet (FSI). La société assure également la conception, la production et la commercialisation de tous logiciels, matériels et équipements informatiques.

En 2010, dans le cadre d'une pre-IPO aux mêmes conditions de prix que l'introduction, la société a connu l'entrée en capital de nouveaux actionnaires (Challenge SICAR, FCPR-ATID Fund et FCPR Tunisian Development Fund) pour un montant de 3MDt (29% du capital avant OPS).

Présente à travers un réseau commercial composé de 13 agences réparties sur le territoire tunisien (3 à Tunis, 2 à Sousse, 1 à Monastir, 1 à Mahdia, 2 à Sfax, 1 à Gafsa, 1 à Gabès et 1 à Béja et 1 à El Kef), la société se positionne à la 4^{ème} place avec une part de marché estimée à 7% après TOPNET (48%), Planet (23%) et Global Net (16%)*.

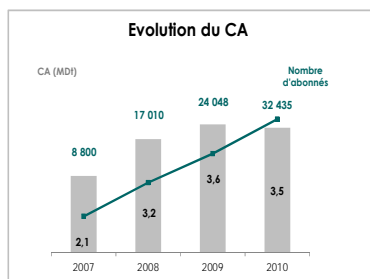
L'essentiel du chiffre d'affaires de la société provient des abonnements ADSL (destinés au grand public et aux professionnels). Le reliquat est réparti entre 'XDSL Entreprises (lignes spécialisées de connexion pour les entreprises)', 'pack ordinateurs' et 'hébergement de sites Internet'.

■ Analyse financière de la société « Hexabyte » :

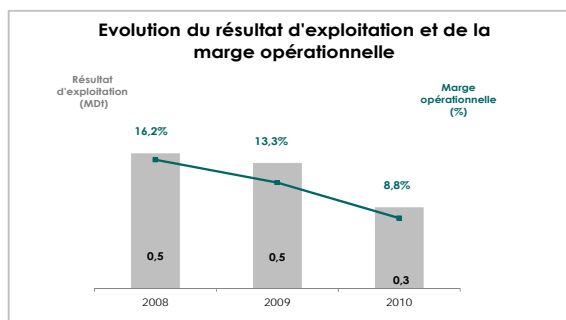
Depuis l'année 2007, Hexabyte affiche une croissance soutenue de ses revenus qui sont passés de 2MDt en 2007 à 3.5MDt en 2010 soit une croissance annuelle moyenne de 18%. Cette croissance est expliquée principalement par **(1)** l'expansion de son réseau de distribution (le nombre d'agences a été porté de 3 en 2007 à 10 en 2010) et **(2)** l'augmentation des ventes des abonnements ADSL (23 635 nouveaux abonnés entre 2007 et 2010) qui constituent la base d'activité de la société représentant 72% du total revenus.

Cependant, malgré la hausse soutenue du nombre d'abonnés, la société a connu une légère baisse de son CA entre 2009 et 2010 (-3% à 3.5MDt) suite aux réductions tarifaires importantes au niveau des abonnements ADSL en raison de la concurrence acharnée (le revenu moyen par abonné a baissé de 27% à 78Dt en 2010 contre une baisse moyenne de 10% entre 2007 et 2009). Ceci a eu un impact direct sur la marge brute qui s'est effritée passant de 63% en 2008 à 59% en 2010.

Suite à l'expansion de son réseau, les frais de personnel et les charges d'amortissement représentent désormais les principaux postes de charges pour la société. En effet, ils épongent en moyenne plus de 60% de la marge brute ramenant ainsi, le résultat d'exploitation à 0.3MDt en 2010 contre 0.5MDt en 2008.



Les frais de personnel et les charges d'amortissement épongent en moyenne plus de 60% de la marge brute



Hexabyte dispose de liquidités importantes et affiche une situation financière solide

L'augmentation de capital réalisée en 2010 a eu un effet dilutif sur la rentabilité de la société

*Se trouvant dans une zone de développement régional (Béja), la société a bénéficié d'une exonération d'impôts sur 10 ans correspondant à la période 2001-2011

Une stratégie marketing agressive articulée autour de deux grands axes

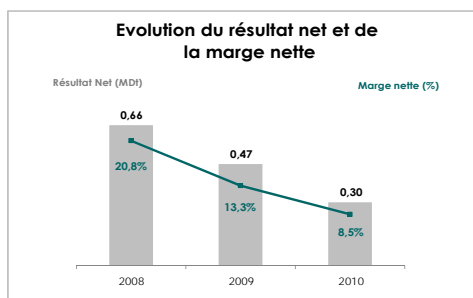
* L'aménagement de ces 3 agences a été financé par une partie de l'augmentation de capital de 3MDt réalisée en 2010 dans le cadre de la pre-IPO

La situation financière de la société est saine. En effet, peu consommatrice de BFR, l'activité d'exploitation d'Hexabyte génère un cash flow opérationnel moyen de 1.3MDt qui lui permet de couvrir ses investissements. Ceci justifie le faible recours de la société à l'endettement (une dette nette moyenne de -1.05MDt sur les 2 dernières années, correspondant à un gearing moyen de -45%).

Chiffres en MDt	2 008	2 009	2 010	Chiffres en MDt	2 008	2 009	2 010
Dettes nettes	-0,6	-0,4	-2,2	Cash Flow opérationnel	2,1	0,3	1,3
Gearing	-62%	-26%	-46%	<i>Investissements</i>	1,1	0,5	1,0
ROE	126%	49%	10%	Free Cash Flow	1,0	-0,2	0,3

La baisse exceptionnelle des dettes nettes (-2.2MDt en 2010 contre - 0.4MDt en 2009) est expliquée par l'injection de 3MDt suite à l'augmentation de capital réalisée à la fin de l'année 2010. Cette augmentation a eu également un effet dilutif sur la rentabilité de la société (un ROE₂₀₁₀ de 10% contre 49% en 2009).

L'exonération d'impôts* de la société et le faible niveau de ses charges financières lui permettent de dégager un résultat net de 0.3MDt en 2010 correspondant à une marge nette de 8.5%. Toutefois, la marge nette est en baisse depuis 2008 (20.8% et 13.3% en 2009), notamment sous l'effet de la dégradation de la marge opérationnelle.



Par ailleurs, il convient de souligner que la société a été soumise au cours des exercices 2009 et 2010 à un **redressement fiscal** (couvrant les exercices 2005 à 2009) et à un **redressement social** (couvrant les exercices 2007 à 2009) respectivement de l'ordre de 0.6MDt et 0.05MDt non provisionnés dans les comptes. Retraités de ces redressements, les résultats nets 2009 et 2010 s'établiraient à - 0.1MDt et 0.1MDt.

■ Prévisions du Business Plan et perspectives d'avenir:

La stratégie d'Hexabyte s'articule autour de deux grands axes:

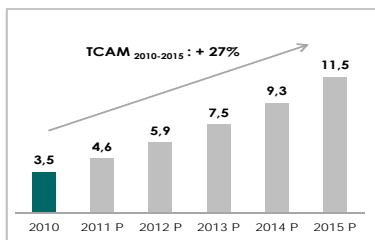
1- Le développement de son réseau de distribution:

La société Hexabyte dispose actuellement d'un réseau de 13 agences réparties sur le territoire tunisien dont 3 ouvertes en 2011* (1 à Monastir, 1 à Mahdia et 1 à El Kef). Son objectif est de porter le nombre de points de vente à 31 à fin 2015.

2- L'élargissement des gammes de produits:

Hexabyte compte lancer un ensemble de nouveaux produits et services à forte valeur ajoutée en complément aux abonnements ADSL (les équipements de vidéosurveillance IP pour les sociétés et les particuliers, les produits de téléphonie mobile et d'accès Internet sur mobile, etc.). L'objectif de la société est de renforcer sa part de marché en la ramenant à 12% à fin 2015 (contre 7% actuellement).

Evolution prévisionnelle du CA (MDt)

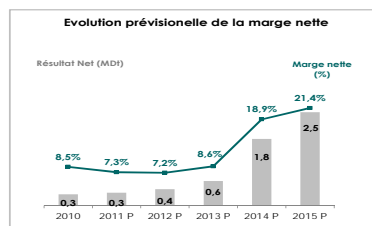


Une croissance annuelle moyenne sur la période (2010-2015) de:

- 27% du CA
- 55% du résultat d'exploitation
- 53% du résultat net

Une trésorerie excédentaire de 4.6MDt à fin 2011

L'amélioration de la marge nette sera un grand challenge pour la société



Une décote de 3% par rapport à la moyenne des méthodes utilisées

Le management table ainsi sur une croissance annuelle moyenne de 27% du CA sur la période (2010-2015) passant de 3.5MDt en 2010 à 11.5MDt en 2015. Cette expansion sera due principalement aux produits ADSL qui contribueront en moyenne à hauteur de 67% du CA. La marge brute devrait suivre la même tendance en évoluant en moyenne de 25% pour atteindre 7.8MDt en 2015 contre 2MDt en 2010. La marge d'EBITDA devrait gagner quant à elle autour de 19 points de pourcentage et atteindre 44% d'ici 2015 (contre 25% en 2010) grâce à un contrôle des charges. Le résultat d'exploitation et le résultat net devraient croître à une plus grande cadence respectivement (+55% et +53%).

La croissance de l'activité couplée à l'appréciation des marges et la maîtrise des charges se matérialisera par un bénéfice net de plus de 2.4MDt en 2015 contre 0.3MDt en 2010 !

La situation financière de la société devrait s'améliorer davantage profitant du montant levé lors de l'introduction en bourse. Comme on l'a déjà souligné, l'augmentation de capital va avoir un impact négatif sur la rentabilité des fonds propres de la société qui ne devrait retrouver ses niveaux historiques qu'à partir de 2015 (ROE 47%).

Sur la base de ces résultats, le management distribuera un dividende par action de 0.130Dt en 2012 (dividende relatif à l'exercice 2011), correspondant à un payout de 72% et un rendement en dividende de 2.16%.

Il est à noter que les réalisations de la société au 30 septembre 2011 ont affiché un chiffre d'affaires de 3.1MDt correspondant à 67% des revenus attendus sur l'année pleine. La société semble donc être en ligne avec les prévisions fournies au niveau de son business plan.

Le secteur d'activité d'Hexabyte n'est pas très séduisant et ses perspectives de croissance sont très limitées. Ajouté à une concurrence accrue sur le marché, qui sera certainement traduite par une baisse des prix de vente, nous pensons que le business plan de la société est optimiste. **Ce qui nous paraît le plus défiant, c'est l'amélioration sensible des marges tels que projetées dans le business plan.** Ça sera un grand challenge pour Hexabyte d'inverser la tendance baissière de la marge nette et atteindre 21% en 2015 (contre 8.5% en 2010).

■ Evaluation et opinion de Tunisie Valeurs:

Hexabyte sera introduite sur la base d'une valorisation post money de 12.5MDt correspondant à la moyenne pondérée de 3 méthodes d'évaluation décotée de 3% :

Méthode	Valorisation (MDt)	Prix/action
DCF	12,9	6,19
BATES	14,7	7,05
GW	13,0	6,23
Moyenne	13,5	6,5
Risque fiscal*	0,6	
Valorisation avant décote	12,9	6,2
Valorisation retenue après décote	12,5	6

* La société a été notifiée par un redressement fiscal en 2009 relatif aux exercices 2005 à 2009 portant sur un montant de 0.6MDt. Ce redressement est lié à la réintégration des bénéfices de la société provenant de l'activité FSI, activité différente de celle ayant donné droit à l'avantage fiscal.

Le prix proposé d'introduction est de 6Dt correspondant à une valorisation de 12.5MDt, soit une décote de 3% par rapport à la moyenne pondérée des méthodes citées ci-dessus.

Sur la base de cette valorisation, la société s'introduit à un PER_{2011e} de 37x. La valorisation du titre n'atteindra des niveaux 'attractifs' qu'à partir de 2014 (PER_{2014e} de 7.1x), un horizon de placement long pour rentabiliser ses investissements.

Nous recommandons de souscrire à l'OPS dans une optique de placement à long terme pour tirer profit d'un bon retour sur investissement tout en conservant une approche prudente pour surveiller la discipline de la société en matière de respect du business plan.

Business plan de la société « Hexabyte » :

En KDt	2010	2011 P	2012 P	2013 P	2014 P	2015 P	TCAM
Chiffre d'affaires	3 466	4 638	5 941	7 457	9 266	11 466	27%
<i>Progression</i>		34%	28%	26%	24%	24%	
Dont ADSL	2 487	2 992	3 913	4 964	6 228	7 749	26%
<i>En % du CA</i>	72%	65%	66%	67%	67%	68%	
Dont Tablettes et PC	235	748	978	1 241	1 557	1 937	53%
<i>En % du CA</i>	7%	16%	16%	17%	17%	17%	
Marge brute	2 043	2 756	3 633	4 735	6 107	7 816	31%
<i>Taux de marge brute</i>	59%	59%	61%	63%	66%	68%	
Charges de personnel	800	897	1 049	1 217	1 353	1 502	13%
<i>Progression</i>		12%	17%	16%	11%	11%	
<i>En % du CA</i>	23%	19%	18%	16%	15%	13%	
Autres charges d'exploitation	386	602	803	990	1 130	1 319	28%
EBITDA	858	1 257	1 781	2 528	3 624	4 995	42%
<i>Progression</i>		46%	42%	42%	43%	38%	
<i>Marge d'EBITDA</i>	25%	27%	30%	34%	39%	44%	
Dotations aux amortissements et provisions	551	850	1 276	1 788	1 646	2 234	32%
Charges financières	32	28	23	17	10	2	
Impôts		42	53	79	216	303	
Résultat Net Global	296	337	430	644	1 752	2 455	53%
<i>Progression</i>		14%	28%	50%	172%	40%	
<i>Marge Nette</i>	9%	7%	7%	9%	19%	21%	

Source: prospectus d'introduction