

## Modalités de l'offre

Nbre d'actions offertes: 333 334 actions

Prix : 6 Dinars (Nominal 1DT)

Jouissance des actions : 1er Janvier 2011

Période de l'offre: du 13 au 19 Janvier 2012

Capitalisation boursière : 12,5 MDT

## Ratios de valorisation:

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

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

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

## Actionnariat après l'OPF

	Nbre d'actions et de droit de vote	% du capital
Mr Naceur HIDOUSSE	1 247 322	59,87%
Famille HIDOUSSE	2 678	0,13%
Challenge SICAR	267 670	12,85%
ATID FUND	116 165	5,58%
Tunisian Development Fund « TDF »	116 165	5,58%
Souscripteurs à l'OPF	333 334	16,00%
Total	2 083 334	100,00%

## Présentation de la Société HEXABYTE

- Agréée en tant que Fournisseur de Service Internet « FSI », la société HEXABYTE, a été fondée en 2001 avec un capital social de 280 000 DT par le jeune promoteur M. Naceur HIDOUSSE, qui a travaillé aux Etats-Unis, dans la compagnie « Hughes and Space Communication » et dans « Boeing Satellites Systems» ce qui lui a permis d'acquérir une bonne expérience et un vaste réseau de connaissance.
- Grâce à la réactivité à toute nouveauté technologique, HEXABYTE a pu au fil des années accroître sensiblement ses performances, diversifier son offre commerciale et développer son réseau d'agence.
- La société opère dans un secteur porteur (le nombre d'abonnés Internet a connu, entre 2007 et 2010, une croissance moyenne par an de près de 30%) mais aussi fortement concurrentiel (phénomène de concentration entre opérateurs et présence d'une guerre des prix),
- Actuellement, le capital social de la société s'élève à 1 750 000 DT après la première phase d'augmentation de capital ( Placement privé en pré-IPO). Cette augmentation de capital a été de 3 millions de dinars réservée à une SICAR et deux Fonds d'Investissement. Il s'agit de Challenge SICAR, ATID FUND et Tunisian Development Fund. L'entrée de ces nouveaux actionnaire a été réalisée au même prix de l'offre publique ferme, soit 6DT/action.
- En 2010, la société HEXABYTE disposait d'un réseau commercial constitué de 10 agences réparties comme suit: Tunis, Sousse, Monastir, Béja, Kef Gabès et Gafsa. Elle emploie 82 personnes.
- Avec 37 150 abonnés en 2010, la part de marché de HEXABYTE est de 7,7% se positionnant en 4ème place après TOPNET ( 48% de part de marché) appartenant à partir de juin 2010 au groupe Tunisie Télécom, PLANET ( 23% de part de marché) appartenant à l'opérateur téléphonique Orange et GLOBALNET ( 16% de part de marché). À la cinquième position se trouve TUNET avec seulement 3% de part de marché, un FSI qui a été racheté en 2011 à hauteur de 49% (avec une option d'achat du reste du capital) par le premier opérateur de téléphonie mobile TUNISIANA.

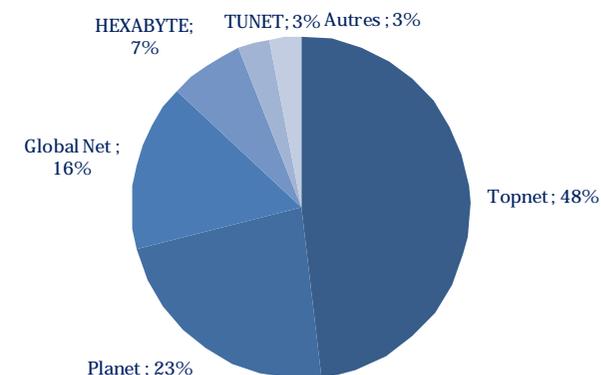
## Structure du capital avant l'offre

	Nbre d'actions et de droit de vote	% du capital
Mr Naceur HIDOUSSE	1 247 322	71,28%
Famille HIDOUSSE	2 678	0,15%
Challenge SICAR	267 670	15,30%
ATID FUND	116 165	6,64%
Tunisian Development Fund « TDF »	116 165	6,64%
Total	1 750 000	100,00%

## Chiffres clés en 2010

Désignation	Données
Chiffre d'affaires (en DT)	3 465 527
Parts de marché	7,76%
Nombre d'agences	10 agences
Nombres d'abonnés	37 150

## Positionnement d'HEXABYTE



## Caractéristiques de l'offre

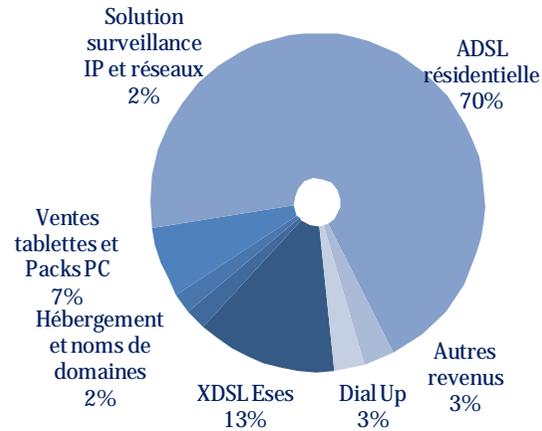
- HEXABYTE s'introduit en bourse à travers une opération d'augmentation de capital en numéraire par appel public à l'épargne, soit 16% du capital après augmentation.
- L'offre portera sur **333 334 actions** ordinaires nouvelles dont le nominal est de 1Dinar sous la forme nominative. Le prix d'émission des actions nouvelles est de 6DT, soit **1 Dinar de nominal et 5 dinars de prime d'émission**, à libérer en totalité à la souscription. Les nouvelles actions porteront jouissance à partir du 1er janvier 2012.
- Un contrat de liquidité d'une durée de 06 mois portant sur 19,9% du montant du produit de l'OPF, soit 200 000 dinars, a été mis en place. Ce contrat sera géré par Tuniso-Séoudienne d'Intermédiation (TSI).
- Un contrat de régulation du cours boursier sera aussi proposé à la prochaine AGO. Ce contrat sera aussi géré par Tuniso-Séoudienne d'Intermédiation (TSI).
- Etant donné le litige actuel opposant la société à l'administration fiscale, l'avantage fiscal relatif à cette OPF ( en cas de confirmation du droit de déduction) ne portera que sur le nominal de l'action de 1 DT et non sur le prix d'émission de 6DT ( soit 16,6% du montant réinvesti uniquement).
- L'intermédiaire en Bourse Tuniso-Séoudienne d'Intermédiation (TSI), a été désigné pour assurer la mission de Listing Sponsor.
- Les actions offertes dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme seront réparties en deux catégories :
  - La catégorie A: Institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 10 actions et au maximum 104 166 actions, soit 5% du capital social après augmentation
  - La catégorie B: Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères, autres qu'institutionnels, sollicitant au minimum 10 actions et au maximum 104 166 actions, soit 5% du capital social après augmentation
- 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.

## Structure du capital après l'offre

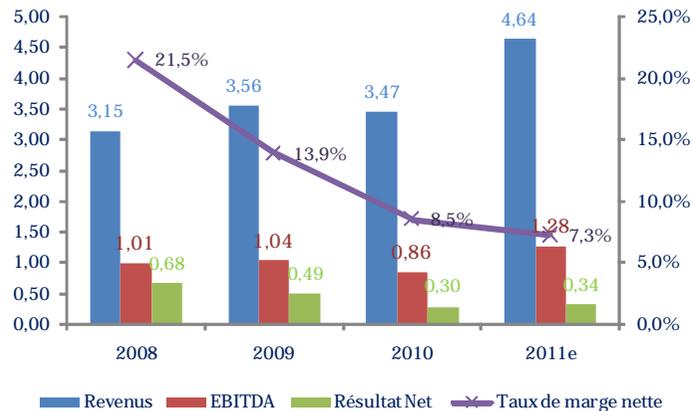
	Nbre d'actions et de droit de vote	% du capital
Mr Naceur HIDOUSI	1 247 322	59,87%
Famille HIDOUSI	2 678	0,13%
Challenge SICAR	267 670	12,85%
ATID FUND	116 165	5,58%
Tunisian Development Fund « TDF »	116 165	5,58%
Souscripteurs à l'OPF	333 334	16,00%
<b>Total</b>	<b>2 083 334</b>	<b>100,00%</b>

Catégories	Nombre d'actions	Répartition en % du capital social après l'OPF	Répartition en % de l'OPF
<u>Catégorie A:</u>			
Institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 10 actions et au maximum 104 166 actions, soit 5% du capital social après augmentation,	166 667	8%	50%
<u>Catégorie B:</u>			
Personnes physiques et /ou morales tunisiennes et /ou étrangère, autre qu'institutionnels, sollicitant au minimum 10 actions et au maximum 10 416 actions soit 5% du capital social après augmentation	166 667	8%	50%
<b>Total</b>	<b>333 334</b>	<b>16%</b>	<b>100%</b>

### Répartition du Chiffre d'affaires en 2010



### Evolution de l'exploitation (en MDTN)



### Bilan économique

En MDT	2008	2009	2010	TCAM
Actifs Immobilisés	1,46	1,48	1,99	16,5%
BFR	-0,97	-0,32	0,62	ns
Capitaux Propres	1,01	1,49	4,73	116,9%
Endettement Net	-0,51	-0,34	-2,13	103,2%
Actif Economique	0,49	1,16	2,60	130,3%

### Réalisations en 2010

#### Evolution de l'activité

- Le total des revenus de la société HEXABYTE a connu sur la période 2008 /2010 une légère avancée en passant de 3,15MDT à 3,46MDT, soit un taux de croissance annuel moyen de 4,9%. Mais entre 2009 et 2010, les revenus ont baissé légèrement de 2,7% malgré le développement du réseau commercial. Cette régression est essentiellement due aux réductions tarifaires des abonnements ADSL au niveau de tout le secteur.
- Le chiffre d'affaires de la société est fortement concentré sur le segment de l'ADSL résidentiel alors que l'XDSL Entreprises, segment à forte valeur ajoutée, ne représente que 14,3% du CA. Le reste des revenus, soit près de 14% provient de l'hébergement des sites web et des noms de domaines, des solutions de surveillance IP et réseaux, ainsi que les Packs ordinateurs et connexions RTC (connexions à bas débit).
- Le taux de marge brute a baissé en s'établissant à 58,9% en 2010 contre 62,4% au terme de l'année 2008. Ce repli émane essentiellement de la baisse du chiffre d'affaires entre 2009 et 2010 en raison des réductions tarifaires des abonnements ADSL au niveau de tout le secteur.
- Avec l'accroissement de plus de 29% des charges de personnel et l'élargissement du réseau des agences, la marge d'EBITDA a été largement affectée pour baisser de 32,4% en 2008 à 24,5% en 2010 soit un repli de 7,9 points.
- Le résultat net a aussi baissé entre 2008 et 2010 pour s'établir à 0,29 DT, soit un taux de marge nette de 8,4% contre 21,5% en 2008.

#### Structure du bilan

- La situation financière de la société HEXABYTE est saine avec un endettement net négatif et un faible BFR. Ainsi, l'activité permet de dégager un cash flow opérationnel qui lui permet de couvrir ses investissements., ce qui justifie le faible recours à l'endettement.
- Par ailleurs, il est à noter que la société a été soumise au cours des exercices 2009 à un redressement fiscal (couvrant les exercices 2005 à 2008) et à un redressement social (couvrant les exercices 2007 à 2009) respectivement de l'ordre de 0.527MDT et 0.05MDT non provisionnés .

## Perspectives de développement

### Evolutions récentes

- Au 30/09/2011, le chiffre d'affaires de la société a augmenté de plus de 40% par rapport à la même période en 2010 avec un accroissement de 30,42% du nombre des abonnés ADSL. L'investissement de la période s'élève à 0,64 MDT, portant essentiellement sur la rénovation de 2 points et l'aménagement de 3 nouvelles agences.

### Perspectives de développement

- Dans le cadre de sa stratégie de développement, la société HEXABYTE compte **renforcer son réseau de distribution** avec l'objectif d'atteindre au moins une agence par ville. D'ailleurs, la société vient d'ouvrir trois nouvelles agences en 2011 et deux autres sont prévues pour l'année 2012.
- De plus, la société a planifié **l'optimisation de l'utilisation du réseau d'agences** à travers la vente de nouveaux produits à forte valeur ajoutée en complément aux abonnements ADSL.
- Finalement, la société vise l'adoption d'une stratégie marketing agressive visant à fidéliser et à acquérir de nouveaux clients.
- Ainsi, la société compte occuper une part de marché de 12% en 2015, contre 7,2% en 2010.
- La mise en place de cette stratégie de croissance nécessitera des investissements importants qui se rapportent aux dépenses marketing, à l'acquisition de matériels informatiques et de matériels roulant ainsi que l'aménagement des nouvelles agences. L'enveloppe des investissements est estimée à 8,4 MDT sur la période 2011-2015, soit une moyenne de 1,68 MDT par an.

### Business Plan

- D'après le business plan de HEXABYTE, le chiffre d'affaires devrait connaître sur la période 2010/2015, une croissance moyenne de près de 27%.
- La marge brute suivrait ainsi, une amélioration sur la même période en passant de 2,04MDT à 7,8MDT et ce suite au développement de nouveaux produits à forte valeur ajoutée comme les tablettes Androides.
- La marge d'EBITDA connaîtra une amélioration considérable de 19 points pour passer de 25% en 2010 à 44% en 2015, malgré l'accroissement des charges d'exploitation suite à l'extension du réseau d'agences avec l'ouverture prévue de 21 agences entre 2011 et 2015.
- Par conséquent, le résultat net devrait s'accroître pour atteindre 2,46MDT au terme de l'année 2015 soit une progression annuelle moyenne de 53 %.
- Le plan d'investissement prévoit une enveloppe de 8,4 MDT entre 2011 et 2015. Ces investissements seront financés par les flux de trésorerie nets découlant de l'exploitation et des fonds mobilisés lors de l'augmentation de capital (à savoir 5MDT dont 3 MDT provenant du placement privé et 2MDT de la levée sur le marché alternatif).
- Le taux de distribution de dividende prévu est de 80% à partir de 2011.

### Evolution prévisionnelle de l'activité

En MDT	2010	2011e	2012P	2013P	2014P	2015P	TCAM
Revenus	3,47	4,64	5,94	7,46	9,27	11,47	27%
Total Pdts d'exp.	3,47	4,64	5,94	7,46	9,27	11,47	27%
Marge Brute	2,04	2,78	3,68	4,78	6,15	7,86	31%
Taux de la marge Brute	59%	60%	62%	64%	66%	69%	3%
Charges de personnel	0,80	0,90	1,05	1,22	1,35	1,50	13%
EBITDA	0,86	1,28	1,83	2,57	3,67	5,04	43%
Taux de l'EBITDA	25%	28%	31%	34%	40%	44%	12%
Résultat net	0,30	0,34	0,43	0,64	1,75	2,46	53%
Taux de la Marge Nette	9%	7%	7%	9%	19%	21%	20%

### Evolution prévisionnelle du bilan

En MDT	2010	2011e	2012P	2013P	2014P	2015P	TCAM
Actifs immobilisés	1,99	2,52	2,79	2,83	3,07	3,06	9,0%
BFR	0,62	0,05	0,58	0,08	0,11	0,15	-24,3%
Capitaux propres	4,73	7,07	7,23	7,53	8,77	9,82	15,7%
Endettement Net	-2,13	-4,50	-3,86	-4,62	-5,58	-6,61	25,5%
Actif économique	2,60	2,56	3,37	2,91	3,18	3,21	4,3%

## Valorisation

Sur la base d'un taux d'actualisation de 13,8% calculée selon le coût moyen pondéré, la valorisation globale retenue pour la société HEXABYTE après une décote de 5,34% et déduction faite du risque fiscal encouru, ressort à 12,5 MDT. Cette valorisation a été effectuée selon les trois méthodes suivantes :

- La méthode du Goodwill
- La méthode des excédents de trésorerie libres (DCF)
- La méthode de distribution de dividendes BATES

Méthode	Valorisation (en MDT)
Goodwill	8,01
Discounted Cash Flow	7,93
Bates	9,69
Moyenne	8,54
Risque fiscal	0,62
Moyenne après risque fiscal	7,92
Décote (5,34%)	0,42
Valeur de l'entreprise	7,50
Valeur recommandée	5,00
Valeur globale	12,50
Valeur/action (DT)	6,00

## Recommandation

- La société dispose d'une structure financière équilibrée, une trésorerie excédentaire, des revenus en croissance et des niveaux de rentabilité acceptables.
- La société opère dans un secteur qui affiche un potentiel de croissance important vu le faible taux de pénétration de l'Internet en Tunisie.
- Toutefois, avec une part de marché de 7%, la société HEXABYTE reste très loin par rapport à ses concurrents TOPNET, PLANET et GLOBALNET. Ces deux premiers FSI appartiennent à des deux opérateurs téléphoniques à savoir Tunisie Télécom et Orange. Un autre petit concurrent TUNET a été repris (à hauteur de 49% avec option de rachat du reste du capital) par TUNISIANA. Ce changement de configuration du marché créera une nouvelle dynamique et accroître encore plus la concurrence.
- Le business plan de la société ressort très optimiste. Un taux de croissance moyen du chiffre d'affaire de 27%, ainsi qu'une croissance moyenne du résultat net de 53% nous paraît excessif vu les conditions du marché et le changement de configuration mentionné ci-dessus. La réalisation des objectifs du business plan reste tributaire des changements et des évolutions futurs incertains, de la conjoncture du marché dans deux ans et de la capacité de la société d'innover et de résister face à la concurrence.
- Sur la base d'un prix d'introduction de 6DT par action, la société présente des multiples boursiers élevés (P/E 2011 de 37,1 x et P/E 2012 de 29,07).
- Par ailleurs, un taux de distribution de dividende de 80% nous paraît aussi élevé pour une société qui s'engage dans un programme d'investissement important et basé sur ses fonds propres sans recourir à l'endettement.
- Nous restons très vigilants quant à l'évolution de l'activité de la société, ses promesses quant au taux de distribution des dividendes ainsi qu'à sa capacité à respecter son business plan.
- A la lumière de ces remarques, nous recommandons de souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen long terme tout en surveillant le degré du respect des réalisations par rapport au business plan annoncé.

## Département Recherches

Salma Zammit Hichri  
Analyste Financier Senior  
salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Chérif  
Analyste Financier Senior  
ibrahim@macsa.com.tn

Abdelmonam Jebali  
Assistant Analyste Financier  
abdelmonam.jebali@macsa.com.tn

Rahma Tayachi  
Assistante Analyste Financier  
rahma.tayachi@macsa.com.tn

MAC SA- Intermédiaire en Bourse  
Green Center Bloc C, 2<sup>ème</sup> étage, Rue du Lac Constance  
1053- Les Berges du Lac – Tunis  
Tél : + 216 71 964 102  
Fax : + 216 71 960 903  
Email : [macsa@macsa.com.tn](mailto:macsa@macsa.com.tn)  
Web : [www.macsa.com.tn](http://www.macsa.com.tn)

## Informations importantes

Ce document n'est pas une offre, sollicitation ou recommandation à l'achat ou à la vente du titre mentionné.

Les jugements et estimations constituent notre réflexion personnelle et sont sous réserve de modifications sans préavis préalable. Elles reflètent les opinions de l'analyste et peuvent coïncider ou pas avec les réalisations de la société. Les informations contenues dans le présent document sont obtenues de sources considérées fiables mais ne peuvent pas être garanties quant à leur précision.

MAC.SA se désengage de toute responsabilité quant à l'inexactitude ou omission de ce ou tout autre document préparé par MAC.SA au profit ou envoyé par MAC.SA à toute personne. Toute personne susceptible d'utiliser ce présent document est appelée à mener sa propre enquête et analyse de l'information contenue dans ce document et d'évaluer les bien-fondés et les risques liés au titre qui constitue le sujet de ce ou autre tel document.

MAC.SA se dégage de toute responsabilité d'une perte directe ou conséquente survenant suite à l'utilisation de ce document.

MAC.SA n'a pas perçu et ne percevra aucune compensation de la part des sociétés mentionnées ou autre tiers pour la préparation du présent document.

Ce document vous est fourni uniquement pour votre information et ne devrait en aucun cas être reproduit ou redistribué à toute autre personne.

En acceptant ce rapport vous êtes tenus par les limitations précitées.