



DAVID CONTRE GOLIATH

Entre mythe et réalité

HEXABYTE EN BOURSE

SOUSCRIPTION A HAUT RISQUE

MAXULA BOURSE

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez-1053-Les Berges du Lac

Tel: (+216 71) 960 530 / 960 292

Fax: (+216 71) 960 565

<http://www.maxulabourse.com.tn>

Janvier 2012

Offre Publique à Prix Ferme

Secteur : TIC

HEXABYTE

Prix d'Introduction	6 DT
Période de souscription	Du 13/01/2012 au 19/01/2012 inclus
Montant de l'opération	2 000 004 dinars
Nombre de titres offerts	33 334 actions nouvelles
Flottant	16%
Jouissance des actions	1 ^{er} Janvier 2011

Points Forts

- ✓ Grand potentiel de développement du marché,
- ✓ Encouragement de l'Etat pour le secteur TIC,
- ✓ Innovation et introduction de nouveaux produits sur le marché,
- ✓ Un développement escompté de l'activité offshoring,
- ✓ Endettement faible constitué exclusivement d'encours de financement leasing.

Points Faibles

- ✓ Faible part de marché,
- ✓ Stratégie marketing faible face à une politique agressive des concurrents,
- ✓ Faible couverture territoriale en termes de représentation commerciale,
- ✓ Absence d'adossement à un opérateur de télécommunications de référence,
- ✓ Guerre de prix (Hexabyte est le fournisseur qui a les prix les plus élevés sur le marché),
- ✓ Capacité financière importante des concurrents.

Investments Highlights

- ✓ En Tunisie, le secteur TIC est fortement dynamique et présente des opportunités de croissance indéniables.
- ✓ Le taux de pénétration d'internet ne dépasse pas les 7,4% malgré un nombre d'abonnés en constante évolution.
- ✓ Parmi les FSI de la place, HexaByte se classe quatrième avec 7% de part de marché.
- ✓ Les fondamentaux de la société témoignent d'une assise financière saine.
- ✓ Nous émettons, cependant des réserves quant à la capacité de la société à atteindre le niveau d'activité qu'elle se fixe. Ces réserves sont essentiellement relatives à l'environnement fortement concurrentiel dans lequel elle évolue.
- ✓ La position concurrentielle actuelle de la société fragilise sa compétitivité face aux concurrents adossés à des géants des télécommunications.

Recommandation :

Au vu de la valorisation présentée, notre recommandation quant à la souscription à l'OPF d'Hexabyte s'inscrit dans la logique d'un investissement spéculatif, basé sur une opportunité de « Trading ».

Les investisseurs doivent toutefois garder à l'esprit que le risque inhérent à l'action Hexabyte est élevé. Ce risque suivra une trajectoire descendante au fur et à mesure de la réalisation de résultats conformes au « business plan » avancé.

Les principaux indicateurs HexaByte

	Revenus	EBIT	RN	Dettes Nettes	ROE	ROA	BPA	PER	PBK	DIV YIELD	VE/CA	VE/EBITDA
2008	3 150 660	530 843	676 085	-514 942	67,20%	21,79%	0,54	-	-	-	0,156	0,479
2009	3 562 465	494 938	494 485	-336 506	33,14%	15,74%	0,40	-	-	-	0,324	1,075
2010 E	3 465 527	306 590	295 575	-2 126 143	6,25%	4,52%	0,24	25,37	1,59	-	0,752	3,036
2011 P	4 638 039	406 192	337 080	-4 503 415	4,77%	3,99%	0,19	31,15	1,49	2,16%	1,617	5,969
2012 P	5 940 906	505 742	429 998	-3 861 297	5,95%	4,83%	0,21	29,07	1,73	2,75%	1,262	4,210

Présentation de la société HexaByte

La société Hexabyte a été créée en 2001 sous la forme d'une Société Anonyme de droit tunisien avec un capital social initial de 280 000 DT. Fin 2010, ce capital s'élevait à 1 750 000 DT répartis en 1 750 000 actions de 1 dinar de nominal, suite à des opérations d'incorporation de réserves et d'apports en numéraire.

HEXABYTE est principalement agréée en tant que Fournisseur de Services Internet (F.S.I), en vertu de l'autorisation d'exploitation d'activité de Fournisseur de Services Internet n°10 en date du 09 février 2002, accordée à la société pour une durée de trois années renouvelables. Cette autorisation a toujours fait l'objet de renouvellement pour des périodes de trois autres années.

La société dispose aussi des deux autorisations secondaires suivantes :

- Autorisation TR2 d'exercice de l'activité d'installation et de maintenance de tout équipement de transmission et de réception radio
- Autorisation TM2 d'exercice de l'activité d'installation et de maintenance de tout équipement de transmission de données numériques

Etant précisé que le renouvellement des autorisations est quasiment systématique tant que la société respecte les dispositions légales et réglementaires régissant son activité.

Activité de la société HéxaByte

L'activité de HEXABYTE est essentiellement basée sur la vente des produits suivants :

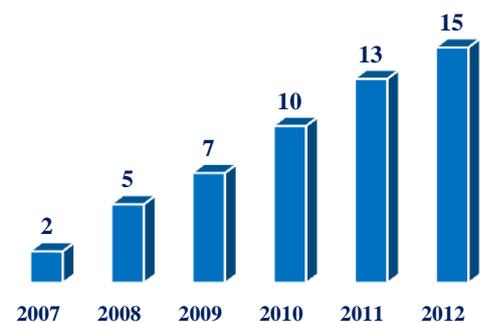
- Internet Dial up : connexion via une ligne téléphonique au réseau Internet.
- XDSL Entreprises : lignes spécialisées/ Lignes « Fibre optique »/ VSAT/ WIMAX, etc...
- ADSL Résidentielle : pour les particuliers
- Noms de domaines et hébergement de sites web
- Solutions de surveillance IP et Réseaux
- Packs ordinateurs et connexions RTC (connexion à bat débit)

Actionnariat

Actionnaires	Avant l'Offre	Après l'Offre
M, Naceur HIDOUSSE	71,28%	59,87%
M, Aissa HIDOUSSE	0,00%	0,00%
Mme, Ines ZALILA ep HIDOUSSE	0,00%	0,00%
M, Hatem HIDOUSSE	0,03%	0,02%
Mme Mouna HIDOUSSE	0,03%	0,02%
Mme Zeineb BEHIRA ep HIDOUSSE	0,03%	0,02%
Mme Rafia BEHIRA ep HARZALLAH	0,03%	0,02%
Mme Zina HIDOUSSE ep KHOULDI	0,03%	0,02%
M, Ali HIDOUSSE	0,03%	0,02%
Challenge SICAR	15,30%	12,85%
ATID FUND	6,64%	5,58%
Tunisian Development Fund « TDF »	6,64%	5,58%
Souscripteurs à l'Offre au Public	0,00%	16,00%
Total	100,00%	100,00%

Désignation	Données (fin 2010)
Chiffre d'affaires (en DT)	3 465 527
Part de marché	7,76%
Nombre d'agences	10
Nombre d'abonnés	37150

Nombre d'agences



Le siège social de la société est situé à Béja lui permettant ainsi de bénéficier des avantages spécifiques relatifs à l'encouragement au développement régional prévus par les articles 23 et 24 du code d'incitation aux investissements.

Dans une perspective ambitieuse de développement visant à renforcer sa part de marché établie à 7.76% fin 2010 et à élargir son parc d'abonnés, HEXABYTE s'est lancée dans l'extension de son réseau d'agences commerciales avec l'ouverture de trois nouvelles agences en 2011 pour porter ainsi à 13 le nombre total de ses agences, réparties sur sept gouvernorats.

Panorama du secteur TIC/Internet en Tunisie ...

En Tunisie, la régulation, l'administration et le contrôle du secteur Internet sont sous l'autorité de l'Agence Tunisienne d'Internet (ATI) et de l'Instance Nationale des Télécommunications (INT). Les intervenants majeurs dans ce secteur sont les compagnies des télécommunications et les fournisseurs de services d'Internet (FSI).

Pour les premiers qui fournissent les infrastructures d'accès à Internet, on distingue l'opérateur historique « Tunisie Télécom », et ses deux concurrents privés, Tunisiana et Orange Tunisie. A cet effet, Tunisie Télécom gère toutes les liaisons ADSL et les lignes spécialisées. Elle gère également avec Dinova le Wimax et les liaisons satellites. Les réseaux GPRS sont gérés par Tunisie Télécom et Tunisiana. Enfin, l'accès 3G est fourni par Orange Tunisie et Tunisie Télécom.

Quant aux fournisseurs d'accès Internet, on en distingue onze (11) dont six (6) sont publics (ATI, INBMI, CCK, CIMSP, IRESA et ISP Défense) et cinq (5) autres privés (Planet Tunisie, Global Net, Hexabyte, TopNet et Tunet). Ces derniers sont généralement des filiales des opérateurs téléphoniques.

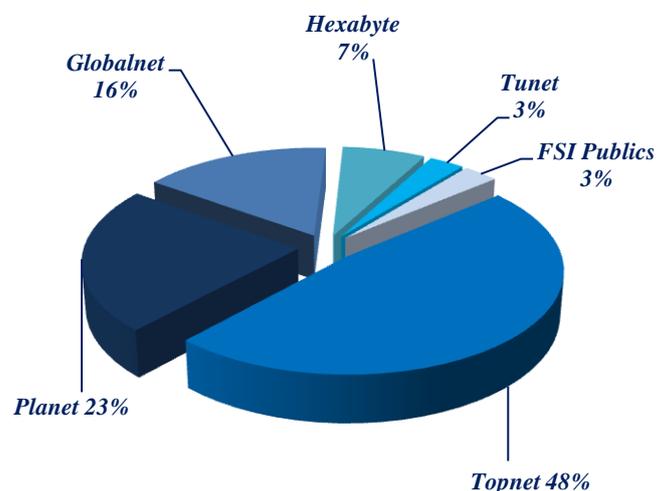
C'est le cas de Topnet et Orange Tunisie Internet jadis Planet Tunisie, filiales respectives de Tunisie Télécom et Orange Tunisie.

Par ailleurs, en termes de part de marché selon les données datant de 2010, Topnet se taille la part du lion avec 48%.

Orange Tunisie Internet et Global Net représentent respectivement 23% et 16% de l'ensemble du secteur.

Hexabyte s'adjuge 7% de part de marché et Tunet en détient 3%.

Part de marché des FSI (2010)



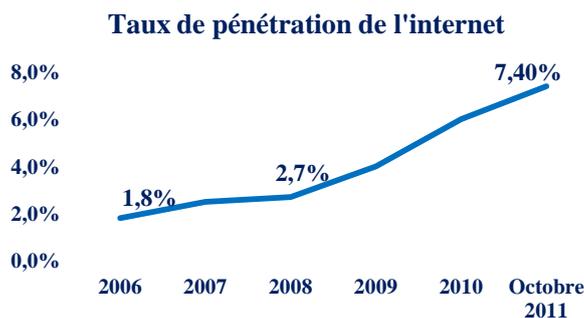
La participation du secteur des TIC dans le PIB Tunisien avoisine les 13,5%, contre 10% en 2008.

D'un autre côté, le rapport mondial sur les technologies de l'information 2010-2011, établi par le Forum Economique Mondial, classe la Tunisie au 35ème rang sur 138 pays en termes d'aptitude technologique, d'accessibilité et de réglementation.

Sur le plan régional, la Tunisie arrive au premier rang dans la rive sud de la Méditerranée et en Afrique et devance plusieurs pays de la région comme l'Egypte (74ème) et le Maroc (83ème). La Tunisie doit son classement, entre autres raisons, à l'attrait des Tunisiens pour internet.

Cet intérêt se traduit notamment par une croissance continue du nombre d'abonnés internet au fil des années.

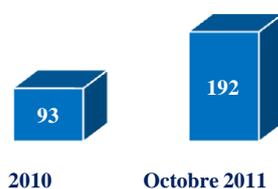
Ce nombre a ainsi bondi de 281 000 en 2008, à 789 791 en octobre 2011.



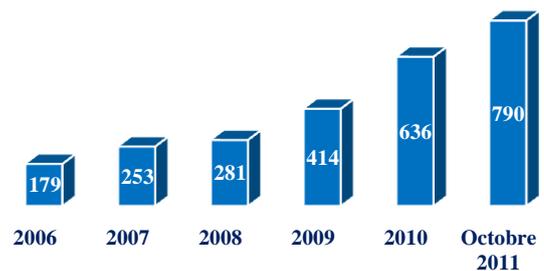
Depuis 2006, la croissance du nombre d'abonnés ADSL est soutenue. Avec une moyenne de 79,54% de croissance annuelle, L'ADSL se taille la part du lion dans le nombre total d'abonnés.

Cependant, au cours des dernières années, cette croissance s'est ralentie, au profit de l'émergence des abonnements 3G.

Nombre d'abonnés Internet par 3G



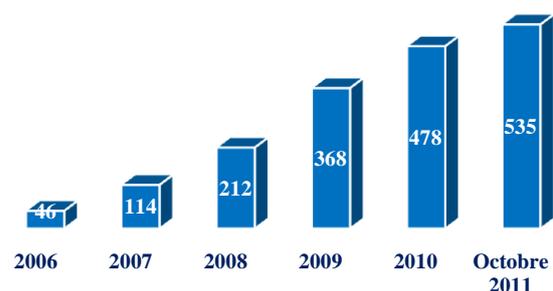
Nombre d'abonnés Internet (milliers)



De même, cet engouement est responsable des 7,4% de taux de pénétration atteints en octobre 2011.

Ce niveau s'est inscrit en forte hausse, par rapport aux 2,7% de 2008. Il s'établit néanmoins à un niveau toujours inférieur à celui des homologues de la Tunisie. A titre d'exemple, le taux de pénétration d'internet est de 9% au Maroc.

Nombre d'abonnés Internet par ADSL



Témoignant de l'évolution des habitudes de consommation de l'internaute Tunisien, le nombre d'abonnés 3G a plus que doublé entre 2010 et 2011. La 3G ne représente néanmoins que 24,3% des abonnés, contre 37% en Egypte. Ce taux atteint même 80,8% au Maroc.

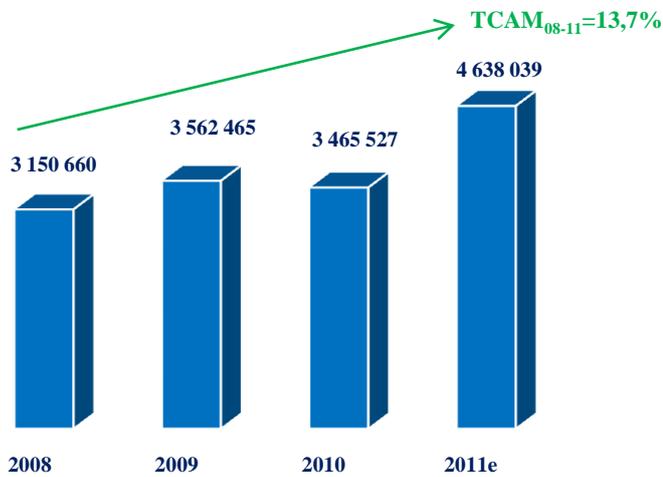
Source : INT

Volet Financier

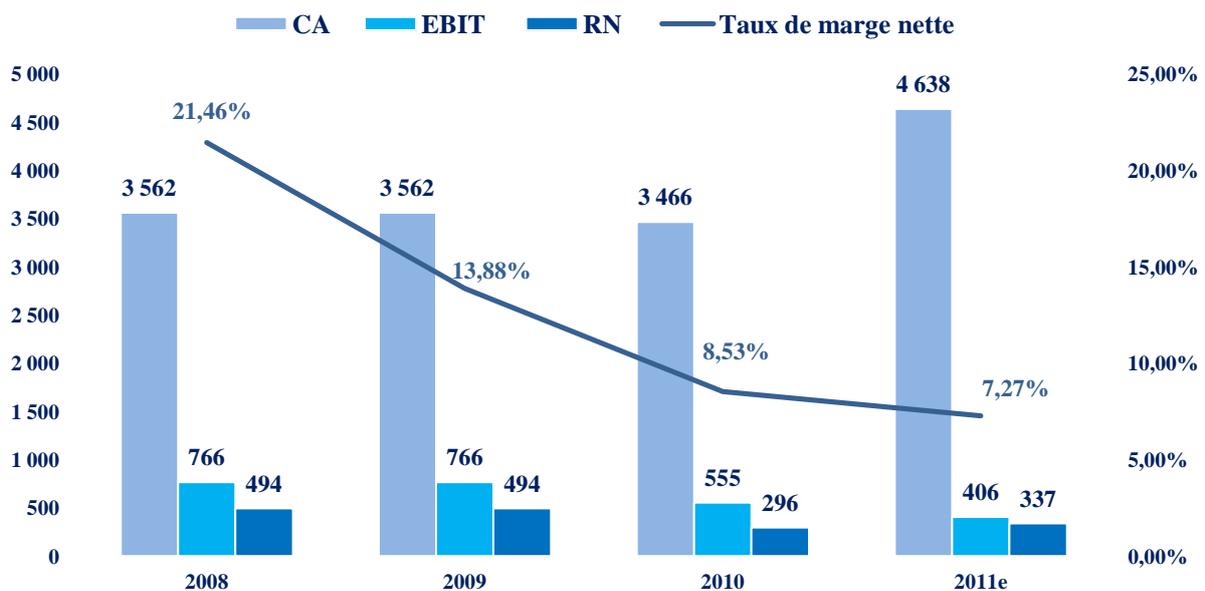
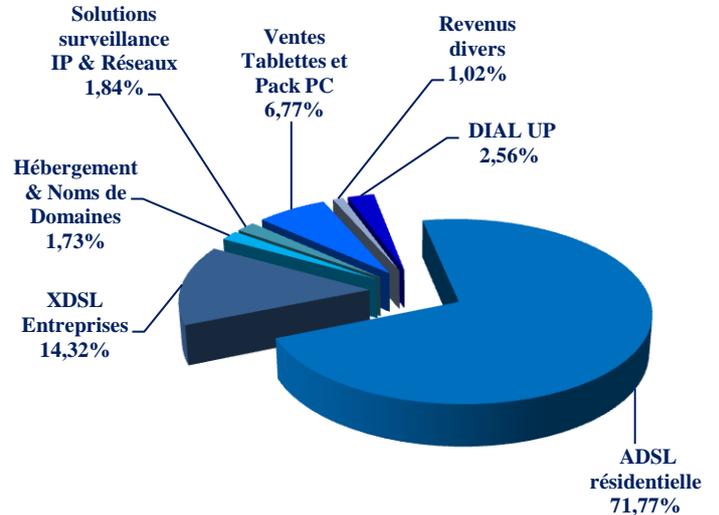
Au titre de l'exercice 2010, Hexabyte a généré un chiffre d'affaires de l'ordre de 3 465mDT, en léger repli de 2,72% sur une année glissante, et ce en dépit du développement du réseau commercial. Cette régression est essentiellement due aux réductions tarifaires des abonnements ADSL au niveau de tout le secteur.

Le détail du chiffre d'affaires fait ressortir une prépondérance des revenus ADSL résidentielle avec une part de 72%. Toutefois, une reprise sera enregistrée en 2011 sur la base des estimations du management avec un taux de croissance aux alentours de 34% à 4 638mDT.

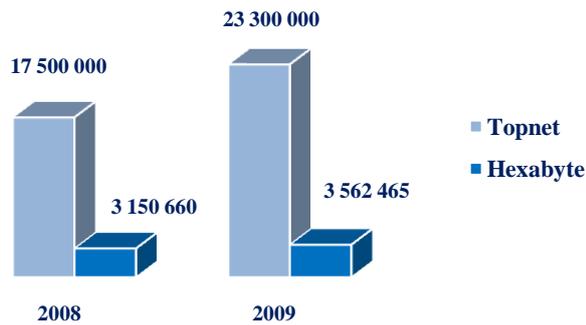
Evolution du Chiffres d'affaires Hexabyte (DT)
2008-2011e



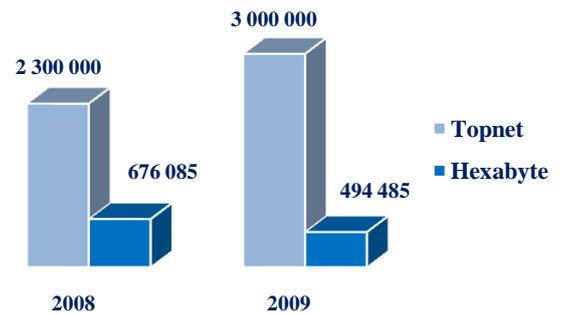
Répartition du chiffre d'affaires Hexabyte en 2010



Evolution du Chiffres d'affaires



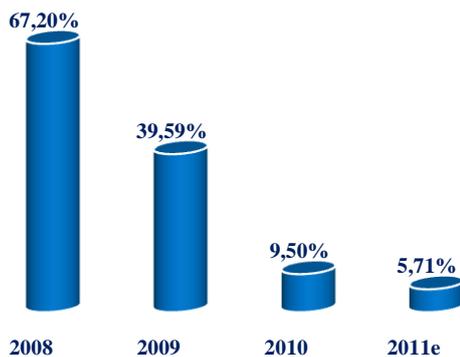
Evolution des résultats Nets



Créée en 2001, tout comme Hexabyte, TOPNET en tant que fournisseur de service internet se présente comme le leader du marché avec une part de marché de l'ordre de 46% en 2009. En 2009, le chiffre d'affaires de la société Hexabyte ne présente que le 1/6 de celui de Topnet.

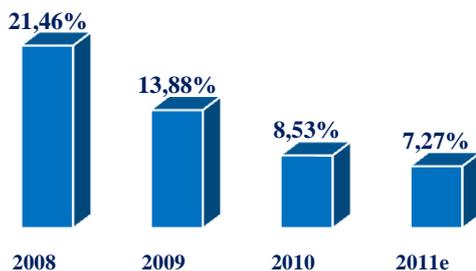
Analyse Dupont

ROE

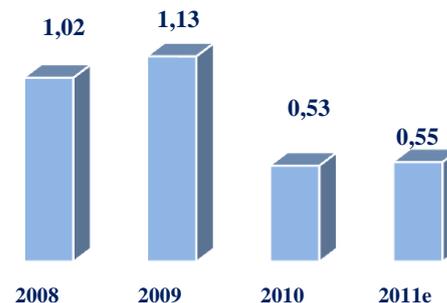


La rentabilité des fonds propres d'Hexabyte était assez confortable durant les exercices 2008 et 2009, s'établissant respectivement à 67% et à 39,6%. Cependant, cette rentabilité a enregistré un fléchissement en 2010 et devrait se poursuivre en 2011 en raison de l'augmentation des fonds propres suite à l'introduction de la société sur la bourse de Tunis. En outre, cette baisse est intervenue sous l'effet de la détérioration du taux de marge nette et opérationnelle, ainsi que de l'atténuation de l'effet de levier généré par l'endettement.

Taux de Marge Nette



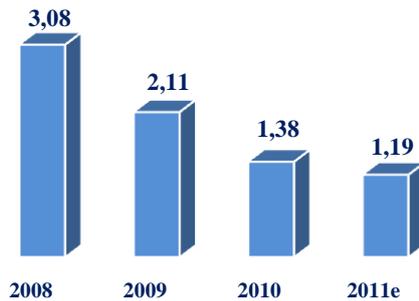
Rotation de l'actif



A l'issue de l'exercice 2011, la marge nette représente 7,27% du CA de la société Hexabyte, en repli moyen de 30% sur la période 2008-2011. Cette baisse est tributaire à une augmentation des charges hors exploitation plus importante que la croissance des revenus, notamment les charges de personnel.

Durant la période 2008-2011, le ratio de rotation de l'actif a fortement baissé, pour s'établir à 0,55 en 2011, la régression de ce ratio s'explique par une augmentation soutenue des actifs qui n'a pas suffisamment dopé la hausse des ventes sous l'effet d'une évolution baissière des prix pratiqués.

Coefficient d'endettement



Le coefficient d'endettement, quant à lui, connaît un fléchissement de 34,3% passant de 2,11 en 2009 à 1,38 en 2010, Ce qui confirme le non endettement de la société. La société Hexabyte n'a pas d'encours crédits bancaires à moyen et long terme. L'endettement de la société est constitué exclusivement d'encours de financement leasing.

Equilibre Financier	2008	2009	2010	2011e
FR (en DT)	-167 776	207 496	3 054 460	5 048 681
BFR (en DT)	-971 778	-319 918	618 608	45 102
TN (en DT)	804 002	527 414	2 435 852	5 003 579
FR/BFR	0,17	-0,65	4,94	111,94

Un fonds de roulement positif et croissant, il a bondi à 3,054MDT en 2010 et pourrait atteindre 5,048MDT en 2011.

Le besoin en fonds de roulement en 2010 était de 0,618MDT contre 0,045MDT prévu en 2011, soit un allègement de 92%.

Une trésorerie qui suit un trend haussier sur la période 2008-2011, atteignant les 2,435MDT en 2010 et 5,003MDT en 2011. Ces niveaux sont attribuables aux apports générés par deux opérations d'augmentation de capital successives et à l'amélioration des modalités de financement de l'activité d'exploitations. Par conséquent, le fonds de roulement de la société Hexabyte couvre l'intégralité besoin en fonds de roulement en 2010.

Indicateurs	2008	2009	2010
Salaires	386	523	682
Cotisations sociales	54	77	104
Congés à payer	0	0	14
Total charges de personnel	440	600	800
Evolution (%)		36,36%	33,33%

L'évolution de la masse salariale s'explique par l'augmentation de l'effectif de la société dont notamment l'effectif commercial accompagnant l'expansion du réseau de distribution.

Hexabyte présente une productivité du personnel intéressante en raison de la nature de l'activité à grande valeur ajoutée.

Le ratio valeur ajoutée par le nombre des salariés de la société est évalué à 23 242DT en 2010. Sur la base des estimations, en 2011 ce ratio s'inscrit à 21 115MDT.

Ainsi, le ratio EBITDA par le nombre des salariés de la société Hexabyte s'est tassé de 8,7%, pour s'établir à 12 319DT par salarié en 2011.



■ CA / Nbre de salariés ■ VA / Nbre de salariés ■ EBITDA / Nbre de salariés

Prévisions et Perspectives HexaByte à l'horizon 2012-2015 :

Indicateurs	2011e	2012p	2013p	2014p	2015p
Chiffre d'affaires	4 638 039	5 940 906	7 457 176	9 266 420	11 465 604
<i>Progression</i>	33,8%	28,1%	25,5%	24,3%	23,7%
Total Produits d'Exploitation	4 638 039	5 940 906	7 457 176	9 266 420	11 465 604
Marge Brute	2 755 984	3 633 487	4 734 916	6 106 650	7 815 592
<i>Taux de marge Brute</i>	59,42%	61,16%	63,49%	65,90%	68,17%
Charges de personnel	897 211	1 048 611	1 216 812	1 352 705	1 501 662
<i>En % du CA</i>	19,34%	17,65%	16,32%	14,60%	13,10%
Achats d'approvisionnement consommés	4 231 847	5 435 164	6 716 865	7 288 551	8 705 420
<i>En % du CA</i>	91,2%	91,5%	90,1%	78,7%	75,9%
EBITDA	1 256 503	1 781 387	2 528 449	3 623 793	4 994 624
<i>Progression</i>	46,5%	41,8%	41,9%	43,3%	37,8%
<i>Taux de Marge d'EBITDA</i>	27,1%	30,0%	33,9%	39,1%	43,6%
EBIT	406 192	505 742	740 311	1 977 869	2 760 184
<i>Progression</i>	32,5%	24,5%	46,4%	167,2%	39,6%
<i>Marge opérationnelle</i>	8,8%	8,5%	9,9%	21,3%	24,1%
Résultat Financier	-27 547	-22 723	-16 958	-10 069	-2 233
IS	41 565	53 022	79 405	216 010	302 747
Résultat Net	337 080	429 997	643 948	1 751 790	2 455 204
<i>Progression</i>	14,0%	27,6%	49,8%	172,0%	40,2%
<i>Marge Nette</i>	7,27%	7,24%	8,64%	18,90%	21,41%

Pour ce qui est de l'évolution de son activité, Hexabyte espère enregistrer une forte hausse de son chiffre d'affaires qui passe de 5 940 mD en 2012 à 11 465 mD en 2015, soit une progression annuelle moyenne de 24,5%.

Le management de la société table sur une croissance annuelle moyenne de son résultat net de l'ordre de 64,3% entre 2012 et 2015 réalisant ainsi une amélioration considérable de sa marge nette qui passe de 7,27% en 2011 à 21,41% en 2015.

Le management prévoit une légère amélioration de la marge brute avec un passage de 59,4% en 2011 à 68,1% en 2015.

Ratios et indicateurs de Résultat	2011e	2012p	2013p	2014p	2015p
Capitaux propres avant affectation	7 068 223	7 228 557	7 528 509	8 765 138	9 818 910
Résultat Net	337 080	429 997	643 948	1 751 790	2 455 204
ROE	5,71%	6,02%	8,73%	21,50%	26,42%
Gearing	-63,71%	-53,42%	-61,37%	-63,68%	-67,30%
BFR (en % du CA)	1,0%	9,7%	1,1%	1,2%	1,3%
Div	0,129	0,165	0,247	0,673	0,943
Div Yield	2,16%	2,75%	4,12%	11,21%	15,71%
Payout	67,20%	80,00%	80,00%	80,00%	80,00%

Par ailleurs, la société compte maintenir sa politique de maîtrise du risque financier et éviter en conséquence de recourir à l'endettement avec un Gearing constamment négatif jusqu'à l'année 2015.

Concernant le rendement des capitaux propres, Hexabyte estime un ratio en nette progression qui évolue de 4,7% en 2011 à 25% en 2015.

D'un autre côté, la société compte distribuer un dividende par action de 0.129 DT en 2012 (dividende relatif à l'exercice 2011) correspondant à un Dividend Yield estimé de 2.16%. La société compte en outre maintenir un taux de distribution de dividende de l'ordre de 80% à l'horizon 2015.

Ces perspectives sont ambitieuses. Pour mener à bien sa stratégie, Hexabyte peut compter sur certains atouts, dont le dynamisme du secteur dans lequel elle évolue. La société devra néanmoins tenir compte des barrières qui pourraient freiner son appétit de développement.

Une entité relativement saine, dans un secteur dynamique...

Boosté par le développement de l'économie numérique, le secteur des TIC en Tunisie est fortement dynamique et les fournisseurs d'accès à internet ont un potentiel de croissance indéniable. Le faible taux de pénétration d'internet (7,4%) laisse présager le développement de leurs activités et augure des rendements futurs supérieurs.

De plus, Hexabyte peut s'appuyer, dans son processus de développement, sur une situation financière saine. Les fondamentaux de la société témoignent d'une bonne assise financière. Pour preuve, sous la direction d'un management de qualité, la société a réussi à aboutir à des résultats bénéficiaires au fil de son développement.

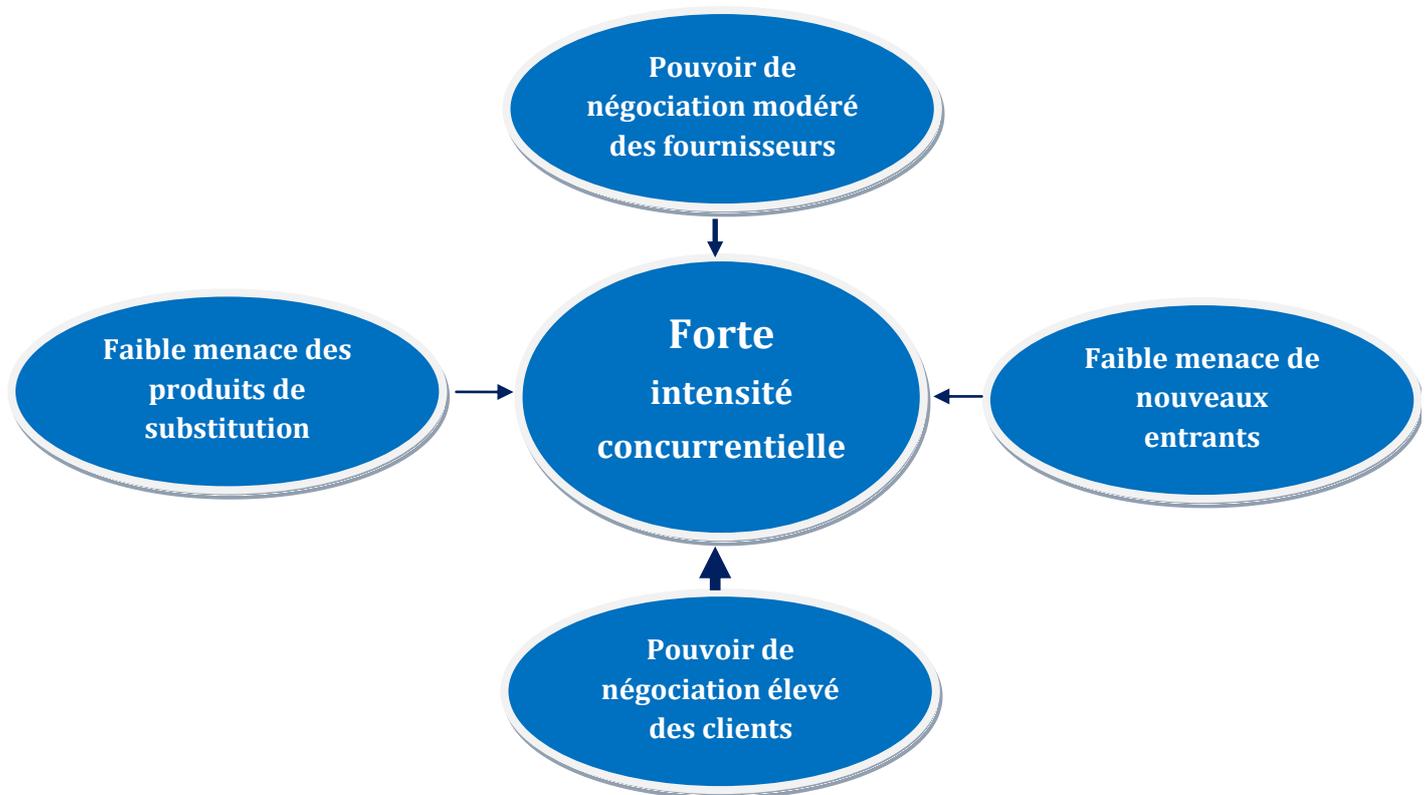
Néanmoins, l'évaluation entreprise sur l'action de la société se base sur des prévisions dont la réalisation reste tributaire de plusieurs changements structurels.

FSI Tunisiens : Un combat inégal ?

La position actuelle de la société Hexabyte et la considération de la faible part de marché qu'elle détient (7%) laisse planer le doute sur sa capacité à atteindre les objectifs futurs qu'elle se fixe.

En effet, même avec le potentiel de croissance qu'offre le secteur, l'amélioration de la part de marché d'Hexabyte semble être une condition sine qua non à la réalisation du niveau d'activité futur, tel que prévu par son management. Comblant le retard accumulé par rapport aux fournisseurs d'accès à internet de la place, en termes de parc d'abonnés, risque cependant de ne pas être très aisée.

La schématisation des cinq forces de Porter illustre la dynamique concurrentielle de l'environnement de l'entreprise.



En imposant les modalités de son offre à l'ensemble des FSI de la place, Tunisie Télécom, en sa qualité de « *fournisseur* » exclusif, exerce *une pression modérée* sur Hexabyte et ses concurrents. Pour les FSI Tunisiens, Tunisie Telecom fait office de principal fournisseur et est responsable de l'allocation de la bande passante ainsi que la gestion des lignes ADSL et des lignes spécialisées. Ainsi, les FSI en général, et Hexabyte en particulier, ne disposent pas de marge de manœuvre vis-à-vis de l'opérateur historique, en termes de négociation des prix et de la qualité de service perçue.

Les *menaces* matérialisées par de *nouveaux entrants* sur le marché sont *faibles*. Entre les FSI « indépendants » tel que Globalnet et Hexabyte, et les FSI filiales des opérateurs télécom (Topnet et Orange Internet), le marché ne semble pas prêt à accueillir un nouvel arrivant, surtout au vu de la situation concurrentielle qui le caractérise. Hexabyte n'est donc pas menacée par l'entrée en activité d'un nouveau concurrent.

Les menaces matérialisées par *l'introduction de produits substitués* sur le marché s'avère être *faible*. Les FSI Tunisiens ont été assez réactifs, et ont proposé au consommateur tous les produits lui permettant de se connecter à internet. Ils semblent négocier avec succès le virage de l'internet mobile en proposant des offres alliant la rapidité de l'ADSL et la disponibilité de la 3G. Hexabyte n'est pas en reste. La société ne risque pas d'être chahutée par de nouveaux produits qui distanceraient les siens. Il faut cependant rester vigilant, tant le rythme des innovations dans le secteur concerné est élevé.

Quant aux **clients** des FSI Tunisiens, ils jouissent d'un **pouvoir de négociation élevé**. Pour cause, la multitude de formules et offres d'abonnement à internet qui leur sont offerts favorise la migration des clients d'un FSI à un autre. Le consommateur est sensible aux prix pratiqués par chaque fournisseur. En la matière, Hexabyte est défavorisée par ses prix, supérieurs à la moyenne du marché, pour un service équivalent. De plus, à défaut d'une stratégie commerciale agressive, Hexabyte ne présente pas d'atouts favorisant la fidélisation de ses clients. Les concurrents d'Hexabyte jouissent d'une meilleure identification de leurs « marques » chez le consommateur, grâce aux multiples efforts de communication consentis au fil de leur développement. Pour améliorer son image et sa perception, Hexabyte doit miser sur une nouvelle stratégie de communication, et dépasser le seuil que prévoient ses prévisions pour l'ensemble de ses investissements en Marketing (5% par rapport au Chiffre d'affaires).

Hexabyte évolue dans un environnement très concurrentiel, où les **sociétés leaders** se targuent d'une **position bien établie**. Du coup, **la pression** qu'exercent **ces sociétés rivales** est **très forte**.

En étant des filiales d'opérateurs Télécom (Tunisie Télécom pour Topnet et Orange pour Planet anciennement), les concurrents d'Hexabyte bénéficient désormais d'atouts considérables, le plus important étant la commercialisation de leurs produits via un réseau de distribution très développé.

De plus, le développement de ces concurrents (Topnet, Planet) s'inscrit désormais dans la stratégie d'expansion des groupes auxquels ils appartiennent. Il y a fort à parier que l'activité « internet » sera le prochain cheval de bataille des opérateurs Télécom Tunisiens, compte tenu du taux de pénétration élevé qu'a atteint l'activité « téléphonie ».

La supériorité de ces groupes s'exprime aussi par les offres « Tout en un » qu'elles sont capables de commercialiser. Ces offres, se déclinant sous la forme de « packs », intégrant des solutions de téléphonie et d'internet, représentent un produit à valeur ajoutée pour le consommateur, en lui évitant la double facturation et la multiplication des vis-à-vis. Ces solutions sur mesure, transforment la relation société-consommateur autrefois orientée produit, en une relation orientée client. Désormais, on ne parle plus de vendeurs, mais de chargés de compte.

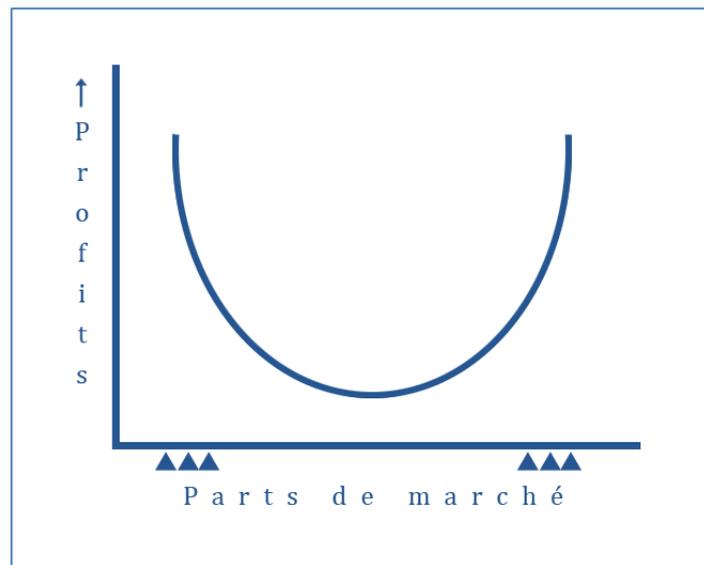
Ce virage stratégique risque de s'accompagner d'une politique de communication et de démarchage agressive, qui pourra s'appuyer sur les capacités financières importantes dont jouissent ces structures de grande envergure et qui risque de distancer encore plus Hexabyte.

La plupart des expériences précédentes montre que la pérennité de ces entités indépendantes s'avère critique si l'adossement à une structure plus grande (de type opérateur Télécom) n'est pas envisagé. Le cas du marché Français, vers lequel le marché Tunisien converge, en est la parfaite illustration. Aujourd'hui, la troïka des opérateurs Télécom, devenue récemment quatuor avec l'accession du FSI « Free » aux activités de téléphonie, se prévaut de plus de 93% du parc d'abonnés Français à internet.

Au-delà de considérations purement commerciales, il convient donc de s'interroger sur la configuration actuelle du marché, et sur le poids que peuvent avoir les fournisseurs d'accès indépendants face aux géants des télécommunications.

Hexabyte : une stratégie hybride ?

Pour parfaire notre analyse, intéressons nous à la stratégie d'Hexabyte, et le positionnement qui en découle. Pour cela, la courbe de Porter est présentée.



Porter suggère qu'une société, dans un secteur donné, devrait choisir un créneau bien défini. Généralement, cette voie est soit celle de la domination par les coûts, soit celle de la différenciation.

Porter met l'accent sur la nécessité d'éviter toute position intermédiaire qui chercherait simultanément à créer une légère différenciation et à se battre sur le terrain de la domination par les coûts. Une telle stratégie hybride ne peut conduire qu'à l'échec en plaçant l'entreprise dans une situation stratégiquement intenable que Porter qualifie par « stuck in the middle ».

Pour le cas d'Hexabyte, d'un côté, la société ne se différencie pas de ses concurrents par une offre exclusive qui fait d'elle une société capable de choyer sa clientèle, avec un service qui justifierait des prix élevés.

D'un autre côté, Hexabyte ne se distingue par une part de marché importante, résultat d'une politique de prix accommodante.

Force est de constater donc qu'HEXABYTE est « stuck in the middle », ce qui revient à survivre dans une ornière, avec des perspectives de profits et de croissance limitées pour l'entreprise. La société devra définir une voie de développement claire, en optant soit pour une stratégie de niche en cultivant sa différence en termes de produits ou de services concomitants, ou bien choisir de mener la bataille des volumes, terrain de jeu favori de ses concurrents, quitte à faire des concessions en termes de « pricing ».

Quelque soit la voie à suivre, la performance future de la société reste tributaire de la mise en place d'une politique de gouvernance adaptée. A ce stade, la structure managériale, imprégnée d'une forte dimension familiale, n'est pas conforme au modèle recherché par une société technologique et aux ambitions de la société. Envisager une ouverture du capital aux compétences clés d'Hexabyte, favoriserait l'émergence d'une instance de contrôle et de gouvernance efficace, qui veillerait à l'application rigoureuse de la stratégie choisie.

Evaluation de la société HexaByte

Les trois méthodes de valorisation utilisées par l'évaluateur pour déterminer la valeur de la société Hexabyte sont :

- ✓ Méthode Goodwill
- ✓ Discounted Cash Flow DCF
- ✓ BATES

Les valeurs obtenues par les différentes méthodes d'évaluation retenues se résument dans le tableau ci-après

Méthode	Valeur en million TND
Goodwill	8,01
Bates	9,688
Discounted Cash Flow	7,927
Moyenne	8,542
Risque fiscal	0,619
Valeur moyenne	7,923
Décote (5,34%)	0,423
Valeur d'entreprise	7,5
Valeur recommandée (IPO et PreIPO)	5
Pourcentage d'ouverture	40%

La moyenne des trois méthodes retenues aboutit à une valeur par action de 7,923dinars. Le prix proposé pour l'opération Hexasbyte a été fixé à **6DT** après l'application d'une décote de 5,34% par rapport à la moyenne, après déduction du risque fiscal.

Modalités de l'OPF

Les actions offertes dans le cadre de la présente Offre à Prix Ferme seront réparties en deux catégories :

Catégories	Nombre d'actions	Répartition en % du capital social après l'opération	Répartition en % de l'OPF
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.	166 667	8%	50%
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 social après augmentation.	166 667	8%	50%
Total	333 334	16%	100%

Recommandation

Nous estimons que la valorisation entreprise sur l'action Hexabyte est excessive, compte tenu du modèle de développement que suit la société, à l'écart du support d'une structure de plus grande taille et envergure, comme c'est le cas pour ses concurrents.

En effet, le taux de rendement des fonds propres de 13,8% utilisé, aurait été plus adapté pour une entreprise qui opère dans un marché oligopolistique voire monopolistique, ce qui est loin d'être le cas pour HexaByte. Même si la concrétisation du business plan est envisagée, le doute sur la viabilité à long terme de la société subsiste. D'autant plus, l'évaluation fait ressortir une valeur terminale qui représente plus de 80% de la valeur de l'entreprise.

Au vu de la position concurrentielle actuelle de la société, il apparaît que l'utilisation d'un taux de rendement des fonds propres plus important aurait été plus adéquate. A titre indicatif, pour un taux de rendement de l'ordre de 20%, le prix de l'action avoisine les 4,2 DT, ce qui traduirait, à notre sens, plus fidèlement la réalité des perspectives de la société.

Les réserves que nous émettons quant à la capacité de la société à atteindre le niveau d'activité qu'elle se fixe sont donc essentiellement relatives à l'environnement fortement concurrentiel dans lequel elle évolue.

Nous estimons que la souscription à l'OPF d'Hexabyte s'inscrit dans la logique d'un investissement spéculatif, basé sur une opportunité de « Trading ».

La dynamique du marché peut supporter une appréciation du prix de l'action Hexabyte à court terme, confortée par l'accession d'investisseurs de référence au capital de la société avant son introduction en bourse et les bonnes performances de l'exercice 2011. La probabilité d'assister à un fléchissement du prix de l'action en cas de tensions sur le marché boursier demeure toutefois réelle, quoique faible.

Les investisseurs doivent ainsi grader à l'esprit que le risque inhérent à l'action Hexabyte est élevé. Ce risque suivra une trajectoire descendante au fur et à mesure de la réalisation de résultats conformes au « business plan » avancé.