



CHINA

Ningbo Great Leisure

IDMidCaps

+33.1.48.01.87.27

analyse@idmidcaps.com

Offering price: EUR 13.73

Fair value: EUR 22.3 (post-money)

Market Cap.: EUR 16.70m

Capital increase: EUR 5.00m

Free float post IPO: 30.00%

IDENTITY

Market	Alternext
ISIN	NA
Ticker	NA
Sector	Furniture industry

OFFERING

Price	EUR 13.73
Capital increase	EUR 5.00m
# shares post IPO	1 217 082
Market Cap.	EUR 16.70m

CALENDAR

Opening of the Offer	Aug 25, 08
Closing of the Offer	Sept 3, 08
Payment & settlement	Sept 9, 08
– Delivery date	
1st trading day	Sept 12, 08

EUR M	Dec08	Dec09	Dec10
	e	e	e
Sales	28.5	35.9	43.2
Growth	44.2%	25.8%	20.5%
EBIT/S	10.9%	10.8%	12.0%
REBIT/S	10.9%	10.8%	12.0%
EPS	0.32	0.42	0.58
Rest. EPS	0.32	0.42	0.58
Growth	40.3%	29.6%	38.7%
EV/Sales	0.60	0.46	0.33
EV/EBIT	5.5	4.2	2.8
EV/REBIT	5.5	4.2	2.8
PER	8.4	6.5	4.7
Rest. P/E	8.4	6.5	4.7
P/CF	6.3	5.0	3.8
P/BV	1.9	1.6	1.3
Div. yield	0.00%	5.90%	7.70%
Multiples post money			

Executive summary

Créée en 2000, la société Ningbo Great Leisure (NGL) fabrique des meubles et des tentes de jardin. Lancée en 2003, alors que la direction jugeait la rentabilité de la production de tentes trop limitée, l'activité de meubles de jardin est devenue en 2007 majoritaire dans le chiffre d'affaires de la société (70% du CA). En 2007, le CA de la société a progressé de 30,3% à 215 MRMB (19,8M€). La marge opérationnelle s'est améliorée de 3,5 points pour atteindre 12,9%, conduisant à une hausse de 79,5% du résultat opérationnel à 27,8 MRMB (2,6M€).

Située dans la province du Zhejiang, NGL bénéficie d'infrastructures bien développées avec deux ports à proximité (Ningbo et Shanghai), reliés par des autoroutes et voies ferrées et 6 aéroports. La société profite également de la proximité de ses fournisseurs (plastique, aluminium) qui sont regroupés dans un rayon de 100 kms. Enfin, avec plus de 50 millions d'habitants dans la province, NGL dispose encore du réservoir de personnel nécessaire à son développement dans une industrie très consommatrice de main d'œuvre.

Compte tenu de la faible taille de NGL en comparaison du marché mondial des meubles de jardin (10 Mds EUR au plan mondial), la croissance de son CA dépend peu de l'évolution du marché mais avant tout de sa capacité à accroître sa part de marché chez ses clients existants, à gagner de nouveaux référencements et à moyen terme à développer sa marque propre. Pour ce faire, la société peut s'appuyer sur sa compétitivité prix, sa capacité à produire en grande quantité et ses efforts en termes de design.

En 2010, le chiffre d'affaires de NGL est attendu à 470 MRMB, soit 43,2M€ (TMVA de 30%). En dépit de l'inflation salariale, nous attendons à l'horizon 2012 une marge opérationnelle stabilisée autour de 12% grâce à une évolution du mix-produit favorable et une meilleure absorption des charges fixes.

La société souhaite lever 5M€ afin de financer l'automatisation d'une partie de sa production (la soudure), des investissements capacitaires ainsi qu'une première implantation en Europe. Dans un premier temps, NGL entend se rapprocher de ses clients en ouvrant un bureau commercial et un entrepôt pour disposer d'un stock.

Sur la base d'une valorisation par DCF, confortée par une approche par comparaison boursière, nous estimons la fair value de Ningbo Great Leisure à 22,1M€ pre-money, soit 27,1M€ post-money.



Contents

FACT SHEET SUR LA CHINE	03
▪ Evolution du Yuan	03
▪ Qualité des produits	06
▪ Inflation salariale	06
▪ Mesures fiscales	08
PRESENTATION DE LA SOCIETE	11
▪ Activité	11
▪ Implantation	12
▪ Business modèle	15
EVENEMENTS RECENTS	17
▪ Résultats 2007	17
PREVISIONS	20
▪ Exercice 2008	20
▪ Exercices 2009 et 2010	21
VALUATION	24
▪ Discounted Cash Flow	24
▪ Peer Group	25
ACCOUNTS	27



PREAMBULE

La motivation de cotation d'une société chinoise sur Euronext repose sur différents éléments :

- ❖ **Difficulté de cotation en Chine.** Compte tenu du nombre important de sociétés souhaitant être cotées et de l'insuffisance de ressources de la part des autorités de marchés, la priorité est donnée aux sociétés étatiques et de grande taille. Ainsi, la file d'attente pour une cotation peut atteindre 4 ans.
- ❖ **Meilleur accès au financement.** En Chine, la politique monétaire est un exercice extrêmement politisé, presque entièrement subordonnée à la politique de croissance du gouvernement. Les taux d'intérêt sont fixés par la banque centrale mais les mécanismes de transmission par l'intermédiaire du système bancaire sont insuffisants. C'est l'un des éléments qui explique la difficulté pour les entreprises chinoises de trouver des financements long terme auprès des établissements financiers avec des taux compétitifs notamment en raison d'une inflation élevée.
- ❖ **Intérêt commercial.** La cotation procure à la société une plus grande notoriété dans les pays où elle exporte.

FACT SHEET SUR LA CHINE

DEVISE

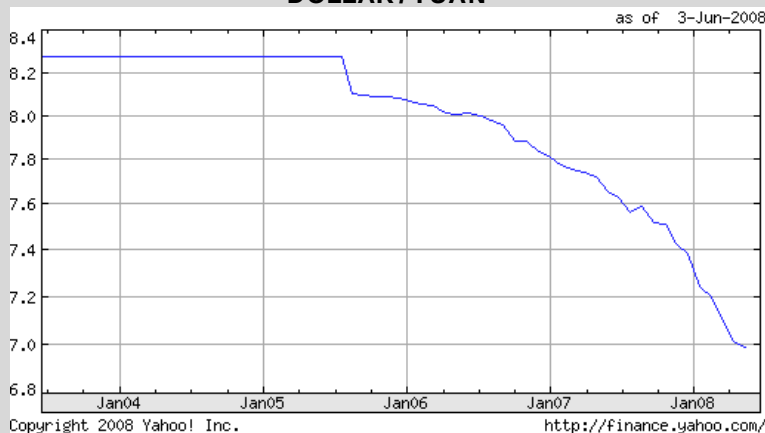
L'évolution des parités Euro/Yuan, Dollar/Yuan et Euro/Dollar sont des éléments importants à considérer dans le cadre d'un investissement dans une société chinoise cotée en Europe et dont les exportations en Europe sont fonctions de l'évolution des différentes devises. Rappelons que l'appellation officielle du Yuan est le RMB pour *reminbi*). La parité au 01/06 est de 10,96 Yuan (RMB) pour 1€.

L'historique des différentes parités sont présentées dans les tableaux ci-dessous

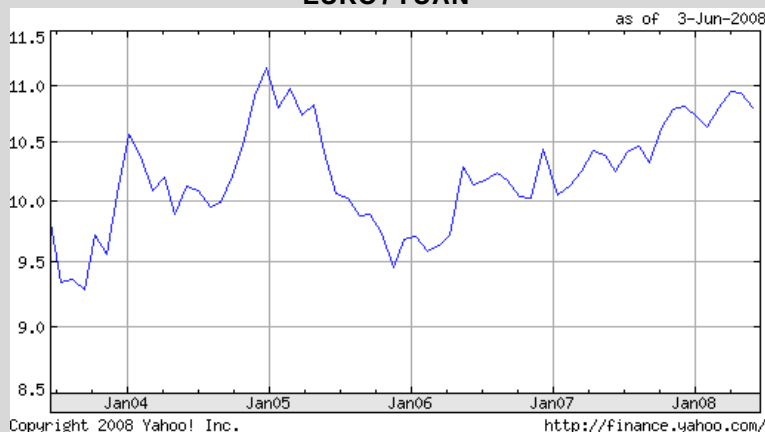




DOLLAR / YUAN



EURO / YUAN



Politique de change

Le régime de change de la République Populaire de Chine, fixé par les autorités monétaires nationales, détermine en grande partie le taux de change de la monnaie chinoise.

En 1994, la grande réforme unifie les taux de change multiples, abolie le système de rétention de devises, met en place un nouveau régime de change flottant contrôlé avec une étroite bande associé à un nouveau système commercial. Le yuan est ainsi ancré au dollar sur la base d'une parité fixée à 8,277 yuan pour un dollar avec une marge de fluctuation très étroite (+/- 0,3% par jour).

Depuis juillet 2005, la Chine passe à un régime de flottement indexé sur un panier de monnaies (dollar, euro, yen et won coréen). Le Yuan est réévalué de 2.5% à cette époque. Ce sont toujours les autorités qui définissent le taux de change officiel mais des efforts ont été faits pour accroître le rôle du marché dans la détermination du taux de change (élargissement de 0,3 à 0,5% de la marge de fluctuation journalière du yuan vis-à-vis du dollar, introduction d'un système de tenue de marché et de transactions de gré à gré sur le marché des changes interbancaires...).



Malgré l'appréciation continue du Yuan par rapport au dollar depuis 1995 (-15%), la plupart des économistes estime que le yuan est toujours sous-évalué. Cet élément a ainsi été un moyen de piloter la croissance de son économie en favorisant les exportations, principaux moteurs de la croissance.

(en Mds USD)	2003	2004	2005	2006	2007
Croissance PIB	10.0%	10.1%	10.4%	11.6%	11.9%
Inflation (%)	3.2%	2.4%	1.6%	2.8%	6.5%
Exportations	438	593	763	970	1219
Importations	394	534	628	752	908
Balance commerciale	45	59	134	218	311
Balance courante	46	69	107	250	375

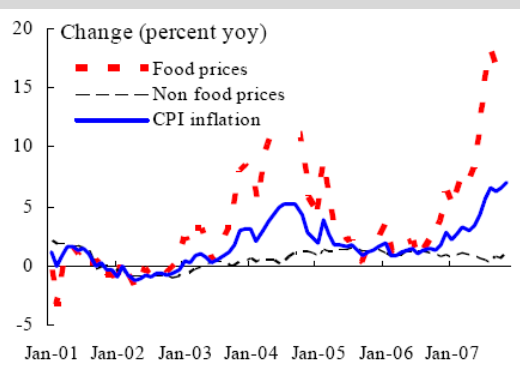
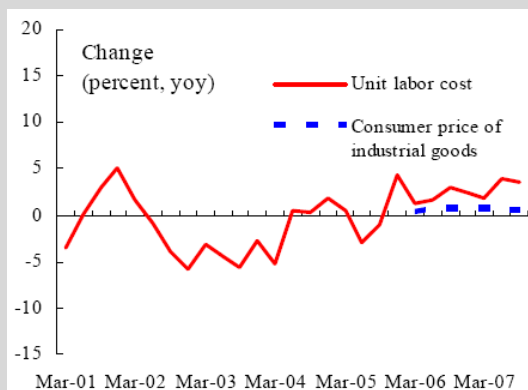
Source: Coface

La Chine est en revanche confrontée à différents éléments qui plaident pour la poursuite de l'appréciation du Yuan mais s'il convient de noter que même à un rythme d'appréciation de 10% par an, il faudrait douze ans au yuan pour ne plus être sous évalué sur la base de l'estimation du FMI qui évalue la parité d'équilibre de la monnaie chinoise à 1,96 yuan pour 1\$ contre 7 yuan pour 1\$ actuellement :

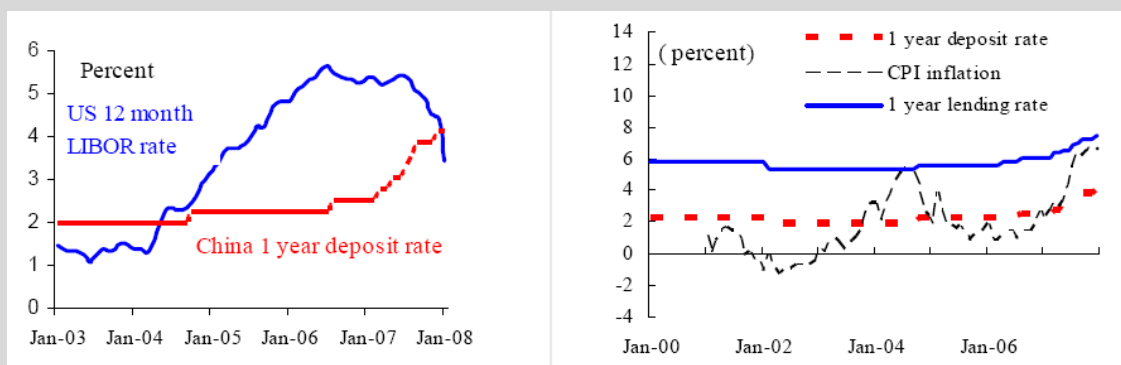
- **Déficit commercial des pays occidentaux** : Le creusement des déficits commerciaux aux Etats-Unis et en Europe et les implications sur leurs économies incitent les dirigeants occidentaux à faire pression sur la Chine pour réévaluer sa monnaie.
- **Inflation & taux d'intérêt** : Selon la Banque mondiale, l'afflux de liquidités lié aux surplus importants de la balance courante de la Chine n'a pas eu de véritable impact sur l'inflation, le gouvernement contrôlant sa monnaie par des « open markets operations » et une augmentation de son taux de réserve (dix augmentations en 2007 pour un total de +5.5 points). Par ailleurs, la Chine utilise des mesures administratives comme le gel des prix de certains produits.

L'inflation s'est en revanche accélérée en fin d'année 2007 atteignant 6,5% et au premier trimestre 2008 (8%) sous l'effet principalement de l'augmentation des prix produits agricoles ce qui plaide pour une remontée des taux et donc une appréciation du Yuan. Une évolution favorisée par le différentiel entre les taux chinois et les taux américains est redevenu positif.

Une pression inflationniste a commencé aussi à se faire sentir sur les salaires mais sans impact pour le moment sur l'inflation globale.



Source : Banque mondiale



Source : Banque mondiale

QUALITE DES PRODUITS

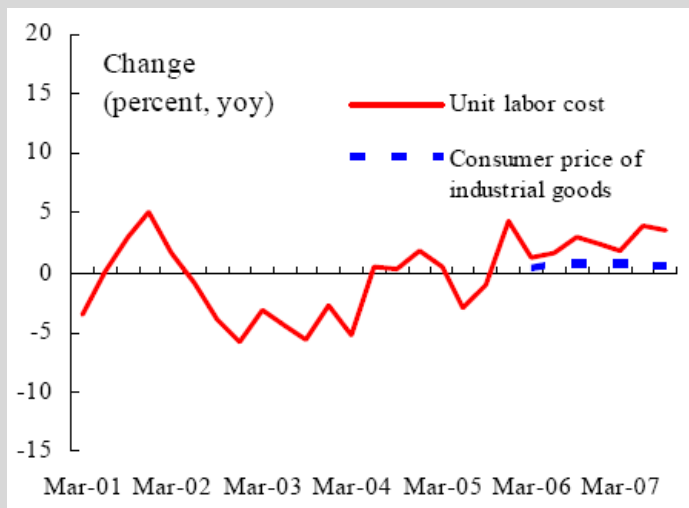
Le risque concernant la commercialisation d'un produit ne respectant pas les exigences réglementaires du pays importateur en matière de sécurité et de qualité est plus accru. A titre d'exemple, un rapport publié par la General Administration of Quality Supervision, Inspection and Quarantine, a indiqué que près de 20 % des jouets vendus sur le marché chinois ne sont pas conformes aux normes internationales. De même, le gouvernement chinois a en 2007 inscrit sur une liste noire 444 entreprises dans le secteur alimentaire qui ne respectaient pas les lois locales, les empêchant ainsi d'exporter.

La commercialisation de produits non conformes provient notamment 1) des déficiences du système de contrôle (certaines sociétés ne disposent pas de licences pour exercer leur métier et/ou d'entre eux n'ont pas effectué les tests de certification ou n'ont pas les moyens de le faire), 2) des problèmes de fréquence des contrôles et du type de contrôles qui est instauré auprès des sous-traitants chinois, des centaines d'entreprises pouvant être impliquées dans la fabrication d'un seul produit et 3) de la corruption (ex : condamnation en 2007 pour corruption de l'ancien responsable de la State Food and Drug Administration).

INFLATION SALARIALE ET DROIT DU TRAVAIL

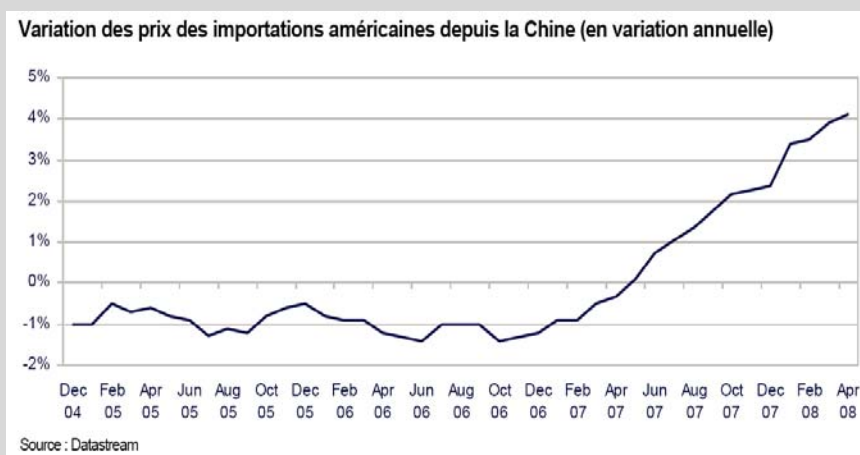
La politique salariale chinoise a évolué. Une nouvelle législation du travail, introduite en décembre 2007, accorde de nouveaux droits aux travailleurs (par exemple elle impose de payer les heures supplémentaires). Il est possible également que la démographie commence à jouer un rôle. En effet, les statistiques chinoises affichent pour la tranche d'âge de 15 à 34 ans un recul de 443 à 380 millions d'individus entre 2000 et 2005. Et cette tendance n'est probablement pas terminée. Selon une étude de l'Académie chinoise des sciences sociales, 75% des villages chinois ont « épuisé » leur capacité de migration de main d'œuvre.

Selon la Banque Mondiale, il commence à y avoir des signes d'accélération de l'inflation salariale avec une évolution positive sur la période 2006-2007 dans le secteur manufacturier. En revanche, il semble que l'augmentation des coûts salariaux ne soit pas répercutée dans les prix de vente et pour le moment largement absorbée par les entreprises.



Source : Banque Mondiale

La courbe ci-dessous montre en revanche que l'évolution des prix des importations américaines, généralement négative, vient de passer à +4 % (en variation annuelle) au cours des deux dernières années.



Source : Datastream

Ceci illustre le fait que si les gains de productivité en Chine ne sont pas arrivés à leur terme, leur amélioration est aujourd'hui moins forte que par le passé et ces gains ne suffisent plus à compenser intégralement l'inflation des salaires chinois.

Sur le plan social, un rapport du Local Authority Pension Fund Forum en Janvier 2007 indiquait notamment que :

- la Chine ne respectait pas certaines normes internationales en matière de droit du travail. Malgré le fait que la Chine soit membre de l'ILO (International Labour Organisation), elle n'a pas signé toutes les conventions notamment sur la négociation collectives. En outre les syndicats indépendants sont quasiment inexistants.
- Malgré la promulgation de nouvelles lois et règlements en 2002, comme la loi sur la sécurité de travail, le manque d'application et leur mise en œuvre sont des obstacles majeurs pour l'amélioration à la sécurité et de santé au travail.



- Bien que la loi sur le travail (1994) définit un niveau minimum pour les salaires et précise le nombre d'heures que les employés doivent travailler, la faiblesse de l'exécution et la mise en œuvre rend le système ouvert à des abus. En outre, les provinces et les villes légifèrent individuellement pour les salaires minimums, qui varient largement dans tout le pays et sont difficiles à contrôler

A la suite de multiples mouvements sociaux dans le pays, le gouvernement a promulgué une nouvelle loi sur le contrat de travail, laquelle est entrée en vigueur le 1er janvier 2008. Cette dernière impose notamment un contrat de travail, favorise les CDI, limite la période de stage et ajoute des clauses de compensation en cas de licenciement. Elle offre même la possibilité de négociation collective, même si le droit de grève n'est pas instauré. Reste que sans représentants syndicaux élus par les salariés, aucune défense des droits ne peut être assurée.

MESURES FISCALES ET ADMINISTRATIVES

La politique monétaire étant limitée par la politique des changes et le fait que la hausse des taux favorise l'afflux de capitaux et l'appréciation de la devise, les mesures fiscales et administratives jouent un rôle de plus en plus important dans la politique monétaire de la Chine.

Selon la Banque Mondiale, ses mesures concernent notamment 1) un moratoire sur l'ajustement des prix des produits ayant des prix administrés dans le secteur de l'énergie et des utilities, 2) le contrôle des prix sur certains produits alimentaires, 3) l'obligation depuis 2008 pour les producteurs de produits alimentaires de soumettre leurs plans de hausse de prix au gouvernement pour une approbation officielle, 4) des aides pour la production de certains produits, 5) la mise en place de taxes et de quotas sur l'export de certains produits, 6) la réduction tarifs d'importation pour le carburant

Sur le plan de la production, la Chine continue d'utiliser divers moyens d'action pour orienter ses ressources vers certaines activités, notamment pour promouvoir l'investissement dans les techniques de pointe ou pour réduire la consommation d'énergie. Ces moyens d'action comprennent des incitations fiscales, des avantages non fiscaux, des contrôles de prix et diverses formes d'encadrement, y compris des "politiques industrielles" par secteur. En avril 2006, la Chine a notifié à l'OMC les programmes de subventions du gouvernement central; il s'agissait de réductions et d'exonérations de l'impôt sur les bénéfices accordées aux entreprises situées dans certaines régions, exerçant certaines activités ou recourant à des capitaux étrangers (entreprises à participation étrangère). Avec l'entrée en vigueur de la Loi sur l'impôt sur les bénéfices des entreprises en 2008, les incitations fiscales en faveur des entreprises à participation étrangère seront supprimées progressivement et, après une période de transition de cinq ans, elles seront accordées de la même façon aux entreprises nationales et aux entreprises à participation étrangère. Les incitations fiscales offertes aux entreprises à participation étrangère sur la base des résultats à l'exportation ont été supprimées à la fin de 2007



TVA, 2007

Taux de TVA	Article
Exemption	Produits agricoles vendus directement par les producteurs (y compris végétaux, animaux reproducteurs, produits forestiers, produits d'élevage et produits aquatiques) Contraceptifs et dispositifs de contraception Livres anciens Instruments et équipements importés pour utilisation dans la recherche scientifique, les expériences scientifiques et l'enseignement des sciences Matériaux et équipements importés donnés par des gouvernements étrangers et des organisations internationales à titre d'aide Équipements et machines devant être importés au titre d'un perfectionnement à façon, d'un montage ou d'opérations de compensation Articles importés directement par des organisations pour l'usage exclusif des handicapés Articles usagés (y compris articles usagés appartenant à des particuliers; vente d'articles d'occasion, dont le prix de vente est inférieur à la valeur originale; vente de yachts, motocyclettes et véhicules automobiles d'occasion, dont le prix de vente est inférieur à la valeur originale. Ne sont pas compris les yachts, motocyclettes et véhicules automobiles soumis à la taxe à la consommation) Autres articles précisés par le Conseil d'État
4%	Pour les petits contribuables s'occupant de commerce de gros ou de détail
6%	Pour les petits contribuables qui fabriquent des produits taxables ou fournissent des services taxables
13%	Céréales, huiles végétales comestibles Eau du robinet, chauffage central, conditionnement d'air, eau chaude, gaz de houille, gaz de pétrole liquéfié, gaz naturel, méthane et charbon ou charbon de bois destiné à l'usage domestique Livres, journaux, revues (à l'exclusion des journaux et revues distribués par le Ministère des postes) Aliments pour animaux, engrais chimiques, produits agrochimiques, machines agricoles et toiles pour l'agriculture Produits précisés par le Conseil d'État (produits agricoles, extraction de métaux, extraction de métalloïdes) Produits audio et vidéo importés, et autres formes de publications électroniques (au 15 septembre 2007) ¹
17%	Tous autres produits et services taxables, qu'ils soient importés ou d'origine nationale

La politique de la Chine a toujours eu pour but d'une manière générale de favoriser ses exportations pour stimuler sa croissance. Les mécanismes mis sur pied par la Chine pour promouvoir les exportations comprennent essentiellement les avantages fiscaux, les dispositifs de financement des exportations et les formules d'assurance-crédit à l'exportation.

Le régime d'exportation déjà complexe de la Chine est récemment devenu beaucoup plus restrictif. Selon l'OMC, de multiples mesures, parmi lesquelles des taxes à l'exportation, des abattements réduits de la TVA sur les exportations (Contrairement à une TVA fondée sur la consommation, la taxe chinoise sur la valeur ajoutée est fondée sur la production. Une TVA standard de 17% est perçue sur les produits du pays ou importés. Certains articles sont soumis à une TVA de 13, 6 ou 4%; d'autres peuvent être exonérés de la TVA) ainsi que des prohibitions à l'exportation, des licences d'exportation et des contingents d'exportation, servent à restreindre, voire à prohiber, les exportations d'un nombre considérable et croissant de produits. Bien que certaines restrictions à l'exportation soient mises en œuvre pour satisfaire aux obligations internationales de la Chine, nombre d'entre elles visent, entre autres, à limiter les exportations de produits utilisant de grandes quantités de ressources naturelles et d'énergie, ou à réduire l'important excédent commercial de la Chine afin d'atténuer les frictions commerciales. Par exemple, le nombre de lignes tarifaires soumises à des droits d'exportation intérimaires a presque doublé au cours des deux dernières années, les abattements de TVA à l'exportation ont été supprimés ou leurs taux réduits pour quelque 2 800 lignes tarifaires en juillet 2007, et le nombre de lignes tarifaires faisant l'objet de contingents d'exportation et de licences a augmenté. De même, Les taux d'abattement de la TVA sont ajustés de temps à autre pour permettre notamment d'atteindre les objectifs de développement industriel et de maîtriser les exportations de certains produits. En septembre 2006, ils ont été abaissés, entre autres, pour certains produits en acier, les ciments et certains textiles, ainsi que pour les meubles, les plastiques et les produits en bois.



Parallèlement, ils ont été relevés de 13 à 17% pour le matériel des industries manufacturières, le matériel médical et certains articles de haute technologie, et de 5 ou 11% à 13% pour certains articles fabriqués avec des produits agricoles tels que les matières premières. Le 1er juillet 2007, la Chine a supprimé les abattements pour 553 articles jugés très énergivores, très polluants et très gourmands en matières premières et abaissé les taux d'abattement pour les produits de 2.268 lignes qui selon les autorités pouvaient donner lieu à des frictions commerciales, notamment les textiles et les produits en acier. Le 20 décembre 2007, elle a mis fin à l'abattement de la TVA pour les produits agricoles de 84 lignes tarifaires tels que le blé, le maïs, le riz et les graines de soja dans le but de freiner l'inflation.

Textile et vêtements

Concernant les textiles et les vêtements, les droits de douane sur sont restés pratiquement les mêmes depuis le dernier examen de la politique commerciale de la Chine. La moyenne simple des droits NPF appliquée aux textiles était ainsi de 10,9% en 2007, soit la même valeur qu'en 2005 ; pour les vêtements, elle est passée de 15,8% en 2005 à 16,0% en 2007.

La Chine a réduit à deux reprises les rabais de TVA sur les exportations de textiles et de vêtements afin de réduire la croissance de l'excédent commercial. En septembre 2006, ils ont été ramenés de 13 à 11% pour les produits textiles. En juillet 2007, ces rabais ont été ramenés de 13 à 11% pour les vêtements, et de 7 à 5% pour les tissus.

Produits pétroliers

Selon un rapport de l'OMC, la Chine n'a pas apporté, depuis le précédent examen, de changement majeur à sa politique énergétique, qui continue d'être caractérisée par un niveau élevé de propriété étatique, de réglementation et de limitation de la concurrence. Les prix des produits pétroliers sont notamment plafonnés depuis 2005. La politique énergétique de la Chine est largement axée sur l'autosuffisance. Les marchés de produits énergétiques de la Chine en sont à différents stades de réforme. Même si, de manière générale, le gouvernement a adopté une politique économique plus libérale, il considère l'énergie comme une marchandise stratégique et a donc adopté une approche progressive pour réformer ce secteur, d'où les restrictions commerciales et les obstacles réglementaires qui protègent les producteurs nationaux de la concurrence internationale.



Company profile

- **Company profile:**

La société a été créée en 2000 par Huajun Wang (32 ans), actuel PDG du groupe (expérience initiale dans l'import export) et principal actionnaire avec 83% (17% pour Gary Chow, general manager) du capital. Initialement, Great Leisure avait fondé son développement sur la fabrication de tentes de jardins. Confrontée au manque de rentabilité générée par cette activité et après en avoir discuté avec ses clients, la direction a décidé en 2003 de repositionner la société dans la fabrication de meubles de jardins. Au global, son catalogue 2007 compte plus de 1000 références. La société a été certifiée ISO 9000 en 2000 et ISO 14000 en 2006.

Le repositionnement de la société dans les meubles est parti du constat qu'en introduisant une dose de design dans ses produits, la valeur ajoutée augmente sensiblement en comparaison d'une simple activité de sous-traitants. Selon la direction, 5kg de matière première rapporte 10 RMB mais peut générer 15 RMB en fonction du design. C'est d'ailleurs ce qui a conduit la société à développer une marque propre Haohand. Le groupe dispose d'un bureau de style composé de 40 personnes réparties entre les gazebos, la création et le prototypage et 4 designers équipés de logiciels de CAO. Cette équipe est en charge des nouvelles collections en relation avec le département achats, du cahier des charges techniques une fois que le design a été accepté par le client et la réalisation des catalogues (en août chaque année). Auparavant environ 60% du chiffre d'affaires correspondaient à des produits dont le design était défini par le client. En 2007 cette proportion a diminué et ne représentait plus que 20%. La société compte porter à 90% du chiffre d'affaires la vente de produits créés en interne par son bureau de design. En moyenne, le délai de conception jusqu'à la validation est de l'ordre de 10 jours ce qui offre une grande réactivité à Ningbo Great Leisure.

Quelques exemples de produits fabriqués par NGL dont les prix moyens varient entre 100 et 300€ par set et restent bien entendu fonction des volumes commandés :



La production est essentiellement manuelle (1.200 salariés) à partir de deux matières premières principales à savoir l'aluminium pour la structure et des fibres synthétiques tressées. Ces matières présentent l'avantage d'être plus résistantes que les matières naturelles comme le bois qui de plus est soumis à des contraintes en termes de traçabilité et à une forte inflation sur les prix. Selon les indications du management, un meuble de jardin peut durer jusqu'à 7 ans à l'extérieur. Le choix des matières correspond surtout à la tendance du marché.



Le processus de production s'appuie sur une séparation stricte entre les différentes phases de fabrication :

Shaping



Soudure



Polissage



Peinture



Tressage



Couture



Emballage



Logistique

L'autre avantage induit par le modèle de production mise en œuvre par Ningbo Great Leisure est le fait qu'il est totalement flexible. Les ouvriers sont payés au nombre de pièces produites par jour et en cas de commandes importantes ou de sous-activité, la société est en mesure d'ajuster sa force de travail.

Mais la direction a également compris l'intérêt de fidéliser ses ouvriers ce qui se traduit par une véritable politique sociale avec notamment la mise à disposition d'une bibliothèque, d'une salle de sport, d'une salle informatique avec 15 PC connectés à Internet mais également une salle dédiée à la formation (1 jour par semaine).



Comme dans l'ensemble de la Chine, les ouvriers sont logés par leur employeur dans des logements à proximité de l'entreprise. Des chambres de 15m² sont prévues soit pour un couple, soit pour 2 personnes ce qui peut être considéré comme de bonnes conditions de logement en Chine.



IMPLANTATION

La province de Zhejiang : un fort dynamisme économique favorisé par des infrastructures développées

La province du Zhejiang se maintient au 4ème rang des provinces chinoises par son PIB (186,4 milliards € en 2007) et son PIB par habitant (3 713 €). Le PIB a cru de 14,5% en 2007, soit à un taux supérieur à celui de l'économie chinoise dans son ensemble. Son économie est tirée par un tissu performant de PME privées fortement exportatrices. Actuellement, l'économie privée représente plus de 70% du PIB du Zhejiang et plus de 50% des recettes fiscales du gouvernement local.

Province	Zhejiang	Shanghai	Jiangsu	Anhui
Population (en millions)	50.6	18.6	76.0	66.8
% total Chine	4.0	1.4	6.0	5.0
PIB en Mds EUR	186.4	120	255.6	73.4
% total Chine	7.6	5.0	10.3	3.0
Rang PIB	4	7	3	14
PIB/habitant	3713	6535	3330	1200

Source : Bureau national des statistiques chinois

Deux lignes ferroviaires majeures relient d'une part Hangzhou à Shanghai (ligne à grande vitesse) et d'autre part le Zhejiang au Jiangxi. Une autoroute relie Shanghai, Hangzhou et Ningbo, complétée par un axe Hangzhou-Suzhou et un axe Wenzhou-Ningbo. La province compte plus de 99.650 km de routes, incluant plus de 2 700 km de voies rapides, centrées sur Hangzhou. Un pont immense (36km) traversant la Baie de Hangzhou est ouvert à la circulation depuis mai 2008 et permet de réduire considérablement la distance à parcourir entre Shanghai et Ningbo qui s'établit désormais à 2 heures. Le Zhejiang compte par ailleurs 6 aéroports.





Avec 6.500 km de côtes, le Zhejiang cherche, par ailleurs, à mettre en valeur son potentiel portuaire. Les principaux ports de la province sont Ningbo (au 4ème rang du pays par le tonnage, grâce en particulier au port en eaux profondes de Beilun) Wenzhou, Shenhjamen, Haimen, Zhapu et Zhoushan.

La valeur de la production annuelle atteint près de 90,4 milliards € soit 48,5% du PIB total de la province. Les principaux centres industriels du Zhejiang se sont dotés de zones de développement industriel. Huit zones agréées par le gouvernement central existent déjà et sont réparties entre les villes de Hangzhou, Shaoxing, Ningbo et Wenzhou.

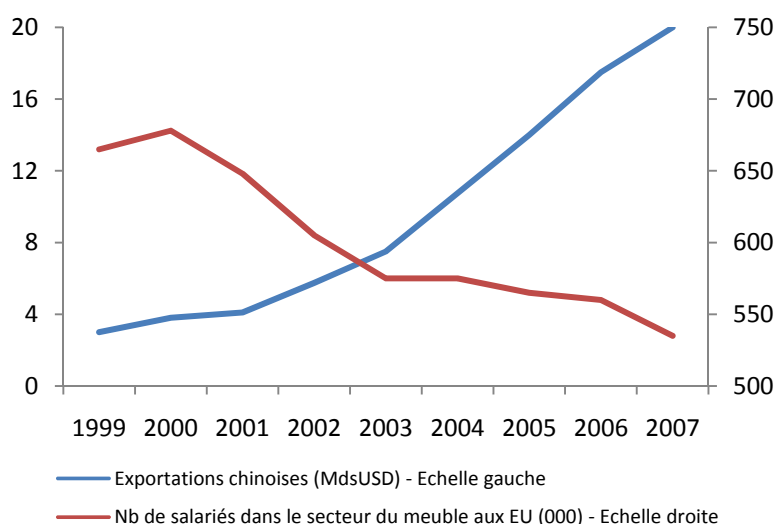
En 2007, les échanges extérieurs de la province ont atteint 126,3 milliards €, en progression de +14% par rapport à 2006. A noter que le marché de l'export est de plus en plus diversifié, même si le Zhejiang demeure un grand exportateur de produits mécaniques et électriques dont la valeur en 2007 a atteint un total de 40 milliards €, soit une augmentation de 31,2% par rapport à l'année précédente.

Les Etats-Unis reçoivent 19,2% des exportations du Zhejiang. Le Japon occupe 6,9% du total des exportations et assure 16 % des importations du Zhejiang. Par ailleurs, la Corée du Sud (12,4%), Taiwan (15,1%) et les Etats-Unis (8%) occupent plus d'un tiers du total des importations de la Province. En 2007, Le volume des exportations de la France vers Zhejiang était de 394,3 millions € (soit 1,14% du total des exportations).

Selon les statistiques communiquées par China National Furniture Association en 2003, les provinces de l'Est de la Chine concentraient 80% de la production d'ameublement. La région du Zhejiang représentait en 2002 (dernières statistiques disponibles) près de 18% de la production nationale de meubles se plaçant au 3^{ème} rang derrière les provinces du Fujian (21,5%) et Guangdong (30%). La province du Zhejiang représentait à l'époque 8% de l'export (soit 46M\$) alors que le Guangdong représentait 51% (274M\$) des ventes de meubles à l'export. Il n'existe à proprement parlé pas d'étude sur l'état de la concurrence en Chine. Selon le management, il y aurait quelque 200 sociétés opérant dans le secteur du meuble de jardin parmi lesquelles des sociétés sensiblement plus importantes que NGL. On peut notamment citer des groupes comme Lynn Furniture & Co (CA 2007>60M\$) qui opère sur le même marché et est implanté dans la province du Guangdong.

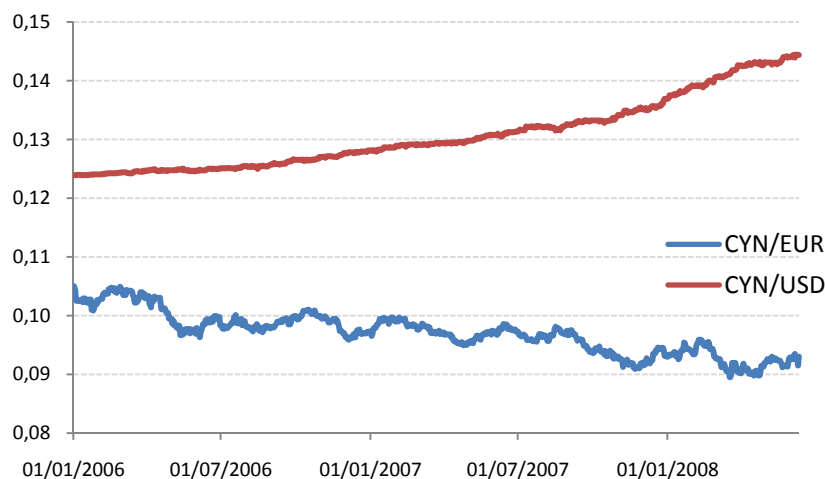


C'est dans cet environnement économique dynamique qu'est implantée Ningbo Great Leisure (NGL) dans la ville de Yuyao. L'une des conséquences directes de cette implantation pour la société est qu'elle est en mesure de sourcer l'ensemble des matières premières (aluminium, plastique) dans un périmètre de moins de 100Kms et qu'elle dispose également des infrastructures nécessaires pour exporter l'ensemble de sa production (40 containers envoyés chaque jour par voie maritime vers l'Europe, les Amériques et l'Asie). Surtout, cet environnement et la stabilité politique qui prévaut en Chine constituent une barrière forte contre la concurrence d'autres pays low cost comme le Vietnam, le Cambodge ou le Sri Lanka.



FACTORATION

La société facture ses clients en \$ ou € avec un paiement FOB (free on bord). Dans le même temps, les autorités chinoises militent pour une réappréciation maîtrisée du RMB (de l'ordre de 5% par an). Depuis début 2006, Great Leisure bénéficie ainsi d'un effet défavorable du \$ compensé par un impact positif de l'€ (53% du CA 2007).



TVA

Le groupe bénéficie de la politique gouvernementale qui vise à favoriser les sociétés exportatrices qui se concrétise dans les faits par le « Tax Rebate », une TVA réduite de 11% sur les meubles et de 13% sur les tentes (contre 14% précédemment) pour les ventes réalisées à l'export à comparer à un taux de 17% en Chine. Le taux d'IS normatif pour les sociétés en Chine est de 25%.

MATIERES PREMIERES

Le repositionnement de la société vers les meubles de jardins (fibres plastiques recyclées, aluminium) a permis de réduire le poids du coût matières dans la structure de coûts à 51% contre 74% auparavant dans les tentes. Plus le groupe est en mesure d'augmenter la part de création originale vendue auprès de ses clients, plus la valeur ajoutée augmentera. Les prix des matières sont renégociés 2 fois/an avec les fournisseurs qui portent les stocks. Par ailleurs, l'évolution du coût de l'énergie n'impacte pas directement la compétitivité des meubles fabriqués par NGL mais peut en revanche impacter sa compétitivité à terme du fait de l'augmentation des coûts de transport pour le distributeur.

MAIN D'OEUVRE

L'un des problèmes majeurs auxquels les sociétés chinoises sont confrontées est la raréfaction de la main d'œuvre créant une inflation salariale importante avec des mouvements massifs de salariés d'une entreprise à l'autre en fonction du salaire proposé. Il nous semble donc que ce risque est limité dans le cas spécifique de NGL compte tenu de la politique sociale avec des standards élevés appliqués par son management. Dans le cas de NGL, l'inflation salariale est attendue entre 15 et 20% par an sur les prochains exercices. Un facteur déterminant puisque la production des meubles s'appuie essentiellement sur des ouvriers : les structures en aluminium sont soudées par des ouvriers et les meubles sont recouverts par des fibres plastiques tressées.



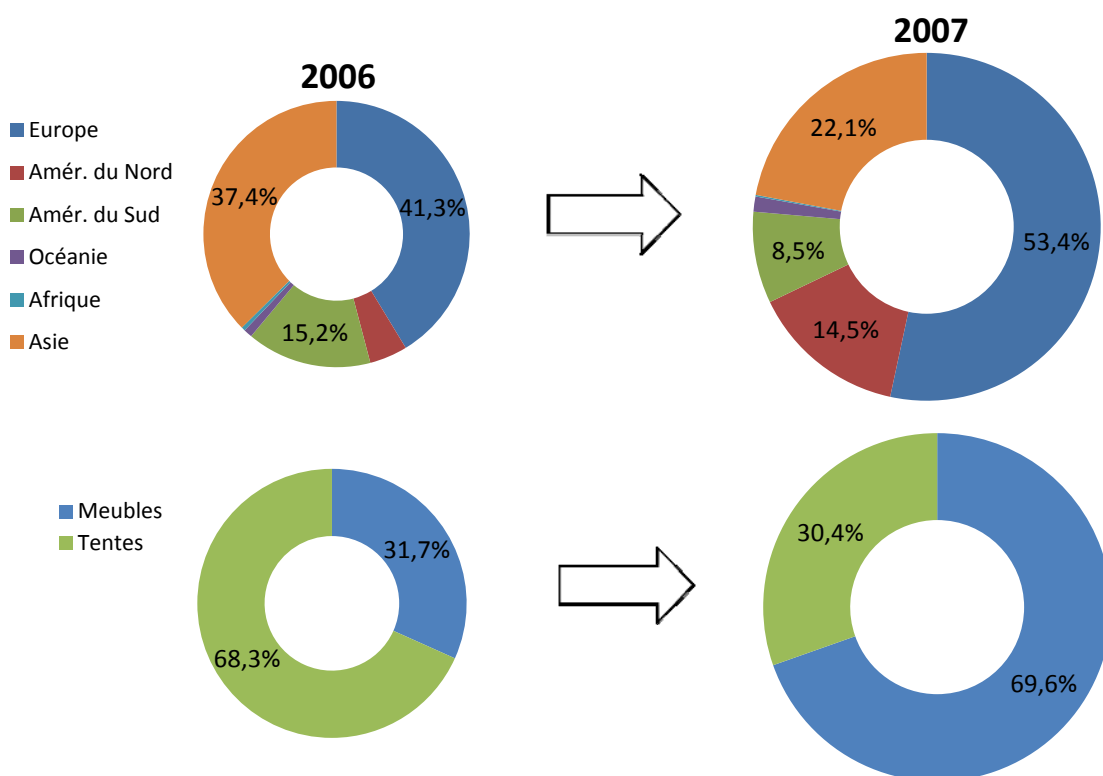
Recent Events

L'exercice 2007 a marqué pour Great Leisure la confirmation de sa réorientation vers la fabrication de meubles de jardin. Lancée en 2003, alors que la direction jugeait la rentabilité de la production de tentes trop limitée, l'activité de meubles de jardin est devenue en 2007 majoritaire dans le chiffre d'affaires de la société.

Si la croissance du CA 2007 s'élève à 30,3%, elle masque une évolution très hétérogène. Les ventes de meubles de jardin ont été multipliées par 2,9 pour atteindre 149,6MRMB. Sur le plan géographique, ce sont l'Europe et l'Amérique du Nord qui ont tiré la croissance grâce aux nouveaux référencements remportés par le groupe auprès de spécialistes comme Home Depot, de la grande distribution et de groupements de franchisés (Hartman). Le CA Meubles en Europe a été multiplié par 2,6 à 85,7MRMB et en Amérique du Nord il est passé de 7,2 à 31,2MRMB.

Dans le même temps, conséquence du changement stratégique, les ventes de tentes ont enregistré un recul de 42% à 65,4MRMB.

REPARTITION DES VENTES PAR PRODUITS ET ZONES GEOGRAPHIQUES – source : société



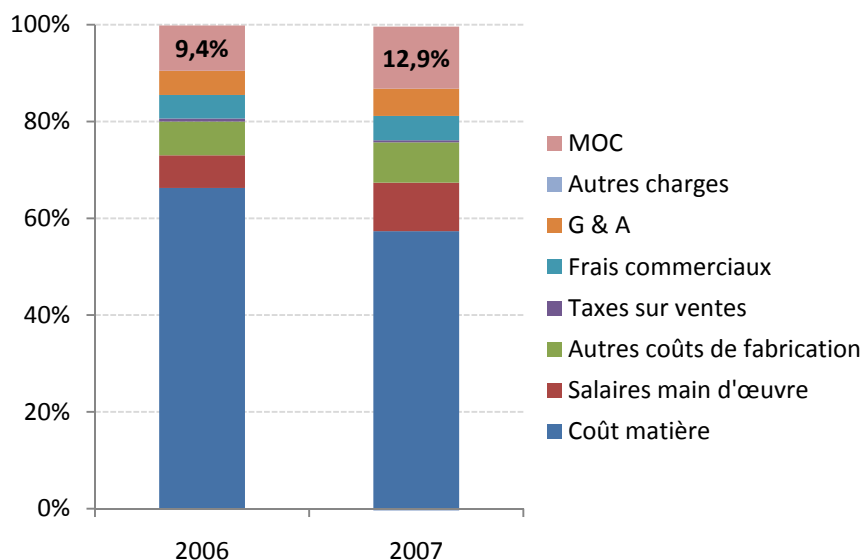
L'évolution du mix-produit s'est traduite logiquement par une amélioration de près de 4 points du taux de marge brute (US GAAP) à 23,7%. L'activité Meubles se caractérise par un coût matière de l'ordre de 51% contre près de 74% pour les Tentes. Même si le coût de main d'œuvre est supérieur (11% vs 5%), l'activité Meubles dégage une rentabilité sur coûts directs de plus de 37% contre 21% pour les tentes. Les coûts de main d'œuvre restent très faibles puisque les charges salariales des 894



ouvriers ne représentent que 10% du CA, faisant apparaître un salaire moyen chargé de 20.000 RMB, soit 1.660 RMB/mois (~160 EUR/mois).

Au cours de l'année, la société a accéléré sa structuration en renforçant ses effectifs administratifs, commerciaux et de design. Au total, les effectifs non productifs sont passés de 86 à 122 personnes. Cet effort explique l'augmentation du poids des frais commerciaux et administratifs (+0,9 point). Néanmoins, la marge opérationnelle courante s'est appréciée de 3,5 point à 12,9%, conduisant à une progression de 79,5% du ROC à 27,8MRMB.

DECOMPOSITION DU RESULTAT OPERATIONNEL (% DU CA)



Source : société

Concernant le bas du compte de résultat, les charges financières ont augmenté de 3,7MRMB à 4,8MRMB, le groupe ayant eu recours à l'endettement pour financer ses investissements. Le coût de l'endettement s'est élevé à 7,5%. Enfin, dans la mesure où le groupe n'était pas éligible à la Loi 10 (exonération d'impôt), le taux d'IS s'est élevé à 33,3%. Le RN 2007 s'établit à 15,4MRMB, soit 7,2% du CA (vs 5,7% en 2006).

Au cours de l'exercice, Great Leisure a fortement investi dans son outil de production (44,6MRMB, soit 20,7% du CA). Ces investissements ont été en partie autofinancés à hauteur de 26,4MRMB, le solde étant financé par dette. La société a généré 20MRMB de cash-flow (9,3% du CA) auxquels se sont ajoutés 15MRMB de réduction du BFR. Cette baisse provient de la diminution de moitié des stocks (à 25MRMB soit 11,5% du CA), qui est liée à une optimisation des approvisionnements. La société peut désormais se fournir pour toutes ses matières premières dans un rayon d'une heure de transport, alors qu'auparavant elle devait acheter à Canton voire aux Etats-Unis. Les créances clients sont très limitées dans la mesure où la société est payée dès l'envoi des produits (FOB).



A la fin de l'exercice, la société affiche un endettement net de 53,3MRMB. Le gearing net s'élève à 173%, sachant que la société est peu capitalisée. La dette financière (72,8MRMB) est uniquement à court terme, une situation classique pour une société chinoise et qui s'explique par des taux court terme plus intéressants et les difficultés à emprunter à long terme auprès des banques chinoises.



Prospects

EXERCICE 2008

Compte tenu de la faible taille de Great Leisure en comparaison du marché mondial des meubles de jardin et même de la production chinoise de meubles, la croissance de son CA dépend peu de l'évolution du marché mais avant tout de sa capacité à accroître sa part de marché chez ses clients existants, à gagner de nouveaux référencements et à moyen terme à développer sa marque propre.

CHIFFRES CLES DU MARCHE DU MEUBLE :

- 220 Mds EUR au niveau mondial (dont près de 50% la production en Chine)
- Dont plus de 80Mds EUR en Europe et 87Mds USD aux EU en 2007 (+3,5% vs 2006)
- aux EU, le marché est attendu stable en 2008

Meubles de jardin : le segment peut être estimé à 10Mds EUR au plan mondial.

Aux EU, il représentait 6,4Mds USD en 2007 et sa croissance annuelle moyenne est prévue autour de 4% d'ici 2011.

En 2008, au vu de la dynamique embarquée l'an dernier, la tendance de croissance de l'activité Meubles devrait se poursuivre avec une progression de 51% attendue. Compte tenu du ralentissement de la consommation aux Etats-Unis qui s'est traduit par une baisse des commandes des clients existants, les ventes de meubles devraient être stables dans cette zone. En Europe, la montée en puissance chez les clients doit permettre une croissance de 45,5%. Enfin, les référencements chez Sodimac en Amérique du Sud et chez Keluo en Afrique du Sud vont apporter un CA additionnel estimé à 16,5MRMB.

L'activité Tentes devrait quant à elle renouer avec la croissance grâce au développement dans de nouvelles zones géographiques. Le CA réalisé en Amérique du Nord et en Afrique, qui était nul jusqu'à présent, est attendu à plus de 15MRMB. Par ailleurs les ventes en Amérique du Sud bénéficieront des nouveaux référencements (+32% en 2008).

CHIFFRE D'AFFAIRES EN M RMB	2006	2007	2008e
Europe	68	115	153
Amérique Nord	8	31	38
Amérique Sud	25	18	34
Océanie	2	3	21
Afrique	1	0	15
Asie	62	47	50
TOTAL	165	215	310
Meubles	52	150	226
Tentes	113	65	84
Variation CA en %		30.3%	44.2%
dont Meubles		186.2%	51.0%
dont Tentes		-42.0%	28.6%

Sources : société, IDMidCaps



L'évolution du mix-produit en faveur des meubles de jardin conduira mécaniquement à une réduction du poids des achats de matières premières et parallèlement à une hausse moindre des frais de main d'œuvre. Concernant les frais de personnel, une inflation de l'ordre de 25% a été retenue, mais celle-ci sera pour l'essentiel compensée par l'amélioration de la productivité liée à l'emploi de nouvelles machines en particulier pour la soudure. Sur 2008, la conséquence de ces investissements d'automatisation sera une augmentation des amortissements et coûts d'entretien. De manière prudente, nous attendons ainsi un tassement de la marge brute à 22,4% du CA (-1,3 point).

La volonté affichée de la société d'établir un bureau en France afin de renforcer ses relations avec ses clients et de développer sa marque propre en Europe conduira à un nouvel accroissement du poids des frais commerciaux (+0,5 pt à 5,5% du CA). In fine, la marge opérationnelle devrait s'établir à 10,9%, soit un ROC de 33,8MRMB en hausse de 21,5%. Compte tenu de la nouvelle législation chinoise, le taux d'impôt normatif sera de 25%, ce qui amène le RNpdg à 21,6MRMB en croissance de près de 40%.

Au niveau du tableau de flux, la capacité d'autofinancement devrait se stabiliser à 9,3% du CA. Nous attendons une légère augmentation du BFR dans la mesure où la gestion des stocks a déjà été optimisée en 2007. En outre, Great Leisure prévoit de mettre progressivement à disposition de ses clients un stock de meubles en Europe.

Le groupe prévoit d'investir encore plus de 20MRMB, répartis entre l'achat de machines (principalement pour la soudure) et de terrains et la construction de bâtiments. Hors levée de fonds, la dette financière nette s'établirait à fin 2008 à 49MRMB, soit 94% des capitaux propres.

EXERCICES 2009 ET 2010

Sur 2009 et 2010, les ventes sont attendues en progression de respectivement 25,8% et 20,5%. L'activité Meubles sera le principal moteur de la croissance (+26% en moyenne), l'Europe et l'Amérique du Nord restant les deux zones privilégiées. En 2010, la part de l'Europe est estimée à 53% du CA et celle de l'Amérique du Nord à 13%.

Ces prévisions de croissance prennent en compte l'impact des efforts commerciaux accrus (bureau en Europe), mais n'intègrent pas la mise en place d'un réseau de distribution propre en Europe par création ex-nihilo ou plus probablement par rapprochement avec un réseau existant (acquisition, JV ou accord commercial). Un accord commercial d'exclusivité avec un réseau de franchisés nous paraît la solution la plus pertinente et faisable sur le plan financier. Une telle opération modifierait profondément le modèle économique de la société, compte tenu notamment des prix de vente en magasins (10x le prix de sortie usine) et du coût d'un réseau.

Le marché intérieur chinois ne devrait pas être attaqué par Great Leisure d'ici 2010. En effet, la direction estime qu'il est nécessaire d'avoir commencé à implanter sa marque en Occident avant de pouvoir être reconnu en Chine.



Sur la base de la structure actuelle, Great Leisure devrait atteindre 470MRMB de CA à l'horizon 2010.

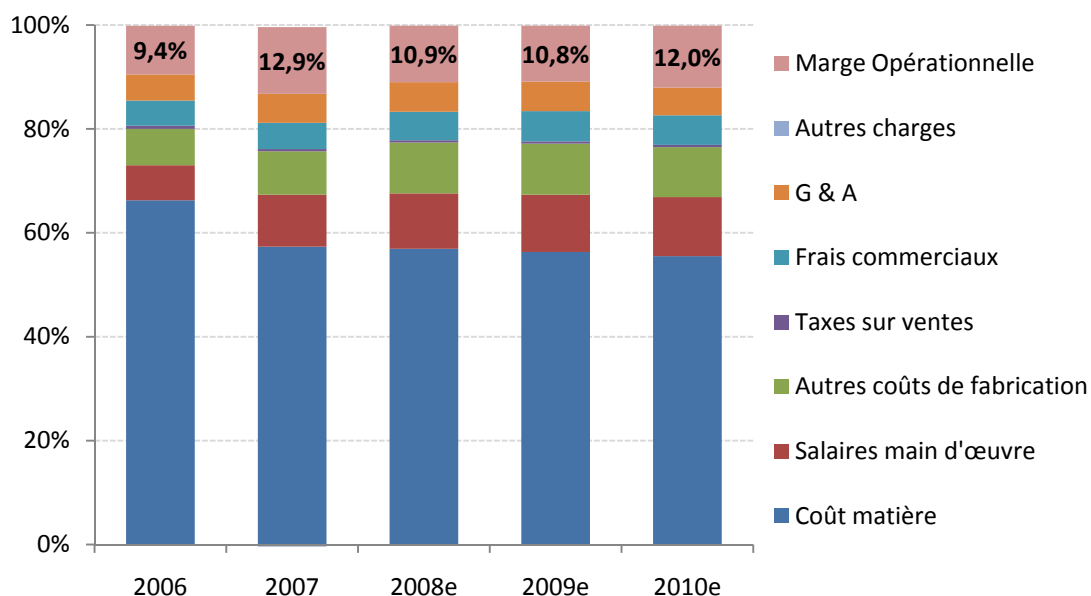
PREVISIONS DE VENTES PAR PRODUITS



Sur le plan des marges, les investissements dans l'outil de production et au niveau commercial vont encore peser en 2009. A partir de 2010, l'effet volume devrait permettre une meilleure absorption de ces charges et permettre un retour à une rentabilité opérationnelle de 12%. Ce niveau de rentabilité nous paraît tenable à terme pour la société dans la mesure où les fabricants américains de meubles dégagent une marge comparable avant de se heurter à la concurrence des producteurs low costs (cf. chapitre Valorisation). En France, on peut citer en guise d'illustration, U10, spécialisé dans la fourniture à la grande distribution de gammes clés en main d'articles d'équipement de la maison, qui a généré sur la période 2001-2007 une marge opérationnelle comprise entre 10 et 14,75%.



DECOMPOSITION DU RESULTAT OPERATIONNEL (% DU CA)



Sources : société, IDMidCaps

Les principales hypothèses retenues pour le modèle de prévisions sont les suivantes :

- Stabilité du coût matière à 51% pour les meubles et 74% pour les tentes. La possible inflation des matières premières devrait pouvoir être compensée par la montée en gamme des produits (grâce aux efforts de design notamment) et l'augmentation des volumes achetés.
- Une inflation salariale de 15%/an en moyenne et une amélioration de la productivité quasi équivalente.
- Une stabilisation des effectifs administratifs autour de 140 personnes à partir de 2009.

Après la période d'investissements de 2006-2008, Great Leisure devrait disposer des bâtiments et outils nécessaires au niveau de production retenu dans le business plan. Ainsi en 2009-2010, les investissements devraient se limiter à l'entretien-renouvellement (autour de 1,5% du CA). De manière conservatrice, nous estimons que le BFR reviendra à 3% du CA, le niveau affiché en 2006.



Valuation

• Discounted Cash Flow:

Notre modèle DCF est fondé sur une première période de 12 années d'activité avec un taux de croissance annuel moyen au-delà des 3 premières années de 5.2%. Le taux de marge opérationnelle courante devrait se maintenir autour de 12% sur cette période. Les autres données (niveau des DAP hors production immobilisée, taux d'investissement, niveau du BFR, etc.) sont stables en valeur relative du chiffre d'affaires à partir de l'année 5. Nous avons néanmoins pris en compte sur un investissement plus important en 2013 afin de répondre à la hausse des volumes.

Selon le modèle d'IDMidCaps, la prime de marché valeurs moyennes au 1^{er} juin ressortait à 4,07% et l'OAT 10 ans à 4,55%. Nous avons par ailleurs ajouté une surprime de 8,4% pour tenir compte du stade de développement actuel de la société et des risques qu'implique un investissement dans une société chinoise.

M EUR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires	28.5	35.9	43.2	49.7	54.7	57.4	60.3	62.1	64.0	65.2	66.5	67.9
Var.	44.2%	25.8%	20.5%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
ROP retraité	3.1	3.9	5.2	6.1	6.6	7.0	7.3	7.5	7.8	7.9	8.0	8.1
MOP	10.9%	10.8%	12.0%	12.2%	12.1%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.1%	12.1%	12.0%
Taux IS (IS/ ROP)	21.2%	22.1%	22.9%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
DAP	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.2	1.2	1.3	1.1	1.0	1.0
EBITDA net	3.1	3.8	4.8	5.4	5.9	6.2	6.7	6.9	7.1	7.0	7.0	7.1
% CA	10.9%	10.5%	11.1%	11.0%	10.7%	10.8%	11.1%	11.1%	11.1%	10.8%	10.5%	10.5%
CAPEX	-1.9	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8	-2.9	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
Variation BFR	-0.3	-1.0	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Free Cash flow	0.9	2.3	3.7	4.5	4.9	3.3	5.7	5.9	6.1	6.0	6.0	6.1

Sommes des FCF actualisés	20.5	Taux de croissance à l'infini	1.50%
Valeur terminale actualisée	6.5	Prime de marché	4.07%
Valeur d'entreprise	27.0	OAT	4.55%
Dette nette	4.9	Surprime	8.40%
Valeur des fonds propres	22.1	Taux d'actualisation	17.00%

Par la méthode DCF, nous obtenons une valorisation de 22,1M€ pré-money (27,1M€ post-money).

Dans notre modèle, nous avons retenu le cours EUR/CYN actuel (1 pour 10,7) sans spéculer sur l'évolution future de la parité.



TABLEAU DE SENSIBILITE

		-2.0%	-1.0%	WACC	1.0%	2.0%
		15.0%	16.0%	17.0%	18.0%	19.0%
Croissance infini	0.5%	26.1	23.7	21.7	19.8	18.2
	1.0%	26.4	24.0	21.9	20.0	18.4
	1.5%	26.7	24.2	22.1	20.2	18.5
	2.0%	27.1	24.5	22.3	20.3	18.6
	2.5%	27.5	24.8	22.5	20.5	18.8
		18.1%	7.2%	-1.8%	-10.4%	-17.6%
		19.5%	8.6%	-0.9%	-9.5%	-16.7%
		20.8%	9.5%	0.0%	-8.6%	-16.3%
		22.6%	10.9%	0.9%	-8.1%	-15.8%
		24.4%	12.2%	1.8%	-7.2%	-14.9%

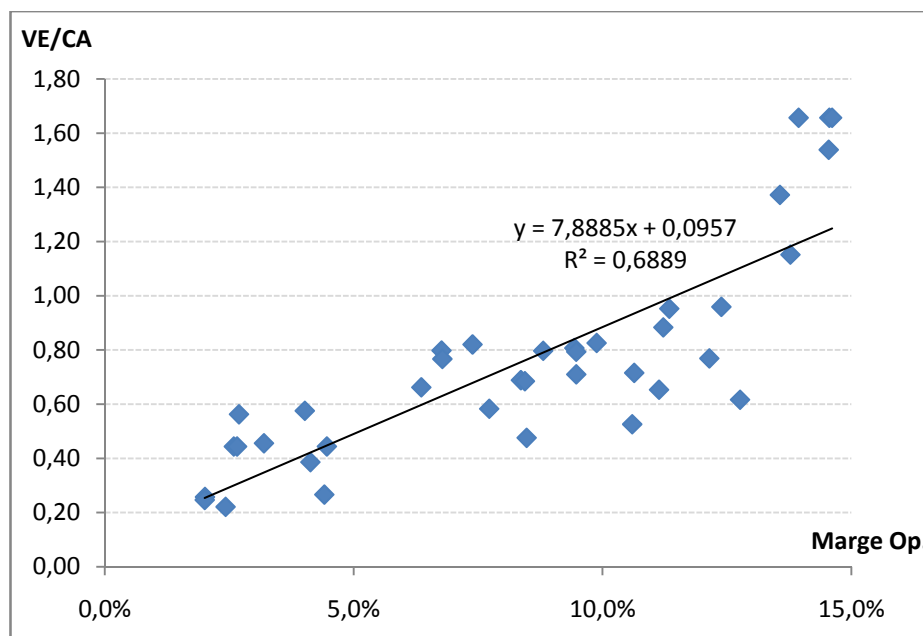
• Peer Group:

Une valorisation par comparaison boursière ne nous semble pas vraiment adaptée dans le cas présent. Nous n'avons pas identifié de fabricants de meubles cotés dans un pays émergent. Quant aux fabricants et distributeurs de meubles européens ou américains, leur taille, leur dynamique de croissance et leur rentabilité (qui s'est effondrée en raison de la concurrence de producteurs low-cost comme Great Leisure) ne sont pas comparables.

Néanmoins, afin de valider la valorisation obtenue par DCF, nous avons étudié les performances financières et les multiples boursiers historiques des principaux fabricants et distributeurs de meubles américains. Notre échantillon est composé de : Furnitures Brands (2.082MUSD), La-Z-Boy (1.617MUSD), Ethan Allen (1.005MUSD), Flexsteel (425MUSD), Bassett (295MUSD), Hooker (317MUSD) et Stanley (283MUSD). Nous avons obtenu 38 données historiques exploitables.



Nous avons tout d'abord étudié la corrélation entre la rentabilité opérationnelle des sociétés et le multiple de VE/CA :



Ensuite, nous avons cherché le PE moyen de ces sociétés depuis 1998 :

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Stanley	8.8	6.8	8.7	18.9	12.2	13.1	13.6	12.7	14.9	21.4
Ethan Allen	ND	ND	14.9	20.6	16.5	21.1	18.7	16.3	14.0	13.1
La-Z-Boy	ND	ND	ND	NS	11.8	31.8	14.5	NS	31.3	NS
Furniture Brand	ND	ND	9.8	NS	11.1	17.3	15.0	20.0	15.8	NS
Hooker	ND	ND	4.1	14.8	7.0	15.7	14.3	16.2	13.2	12.7
Flexsteel	ND	ND	ND	16.1	12.1	14.0	15.9	18.1	7.9	ND
Moyenne	14.9									
Mediane	14.7									

Sur la base d'une valorisation post-money de 27,1M€, les multiples de Great Leisure sont les suivants :

M EUR	2006	2007	2008e	2009e	2010e
CA	15.2	19.8	28.5	35.9	43.2
var.		30.3%	44.2%	25.8%	20.5%
MOP	9.4%	12.9%	10.9%	10.8%	12.0%
BNpa	1.62	2.48	3.49	4.52	6.27
var.		52.9%	40.3%	29.6%	38.7%
VE/CA			1.11	0.86	0.67
VE/ROP			10.2	8.0	5.6
PER			13.7	10.6	7.6

Les multiples apparaissent en ligne (voire légèrement en-dessous) avec les données historiques des sociétés américaines. Cela confirme notre valorisation à 22,1MEUR pre-money avant décote.



Accounts

INCOME STATEMENT (EUR M)	Dec06	Dec07	Dec08e	Dec09e	Dec010e	Dec11e
Sales	15.2	19.8	28.5	35.9	43.2	49.7
Growth		30.3%	44.2%	25.8%	20.5%	15.0%
Gross margin	19.8%	23.7%	22.0%	22.2%	22.9%	23.0%
EBITDA	1.6	2.9	3.8	4.6	6.0	7.0
EBITDA margin	10.8%	14.9%	13.2%	12.9%	13.8%	14.0%
EBIT	1.4	2.6	3.1	3.9	5.2	6.1
EBIT margin	9.4%	12.9%	10.9%	10.8%	12.0%	12.2%
Restated EBIT	1.4	2.6	3.1	3.9	5.2	6.1
Growth		79.5%	21.5%	24.6%	33.7%	17.0%
Restated EBIT margin	9.4%	12.9%	10.9%	10.8%	12.0%	12.2%
Net financial items	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4
Earnings before exceptional items	1.1	2.1	2.6	3.4	4.8	5.6
Income tax	0.2	0.7	0.7	0.9	1.2	1.4
Net attributable profit	0.9	1.4	2.0	2.6	3.6	4.2
Net margin	6.1%	7.1%	7.0%	7.2%	8.2%	8.5%
EPS (EUR)	0.15	0.23	0.32	0.42	0.58	0.68
Growth		52.9%	40.4%	29.6%	38.7%	18.5%
Restated EPS (EUR)	0.15	0.23	0.32	0.42	0.58	0.68
Growth		52.9%	40.3%	29.6%	38.7%	18.6%
BALANCE SHEET (EUR M)	Dec06	Dec07	Dec08e	Dec09e	Dec010e	Dec11e
Total fixed assets	4.7	8.3				
Including goodwill	0.0	0.0				
Current assets	11.0	12.2				
Including cash	1.2	1.8	2.2	2.6	4.5	6.0
Shareholders' Equity	1.4	2.8	4.8	6.4	8.7	11.1
Financial debts	5.0	6.7	6.7	6.2	6.2	6.2
Current liabilities	9.3	11.1				
Total balance sheet	15.7	20.6				
Net debt	3.9	4.9	4.5	3.7	1.7	0.2
CASH FLOW STATEMENT (EUR M)	Dec06	Dec07	Dec08e	Dec09e	Dec010e	Dec11e
Cash flow		1.8	2.6	3.3	4.4	4.2
Change in WCR		1.3	-0.3	-1.0	-0.6	-0.2
Net capital expenditure		-4.1	-1.9	-0.5	-0.6	-0.7
Financial expenditure		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF from operating activities		-1.0	0.4	1.8	3.2	3.3
Dividends		0.0	0.0	-1.0	-1.3	-1.8
RATIOS	Dec06	Dec07	Dec08e	Dec09e	Dec010e	Dec11e
CF / Sales	7.5%	9.3%	9.3%	9.3%	10.1%	8.5%
WCR / Sales	3.8%	-3.1%	-1.0%	2.0%	3.0%	3.0%
ROCE		25.2%	23.4%	25.6%	32.5%	35.8%
Net gearing	275.4%	173.3%	93.8%	57.1%	19.7%	1.8%
QUOTE DATA	Dec06	Dec07	Dec08e	Dec09e	Dec010e	Dec11e
Year-end price						
# shares	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
# diluted shares	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
Market Cap.						



Analysts



Denis Scherrer

(+33) 1 48 01 87 33

dscherrer@idmidcaps.com



Sébastien Faijean

(+33) 1 48 01 87 31

sfaijean@idmidcaps.com

Legal Information

IDMIDCAPS POLICY

In an effort to assure the independence of IDMidCaps research neither analysts nor the company itself trade or own securities in subject companies. In addition, Analysts' compensation is not directly linked to specific financial transactions, trading revenue or asset management fees. Analysts are compensated on a broad range of benchmarks. Furthermore, IDMidCaps receives no compensation from subject companies in relation to the costs of producing this report.

INVESTMENT RATING SYSTEM

IDMidCaps' recommendations, which are a function of our expectation of total return, are as follow:

BUY: We are positive for the next 12 months

SPECULATIVE BUY: A potential increase of the stock exists, but it depends on several facts we are not sure they will eventually occur

LONG-TERM BUY: We are positive on the medium-long term (more than 12 months)

NEUTRAL: From a BUY, SELL or AVOID recommendation, being NEUTRAL means the current price is fair and we are not able to be more or less confident about future stock evolution

SELL: We think the current price is overvalued

AVOID: We have serious doubts about fundamentals

TERMINATION OF COVERAGE

UNDER REVIEW: There have been changes in fundamentals and we need further investigations

ADDITIONAL DISCLOSURES

This report is not constructed as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer would be illegal. We are not soliciting any action based upon this material. This material is for the general information of clients of IDMidCaps. It does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients. Before acting on any advice or recommendation in this material, a client should consider whether it is suitable for their particular circumstances and, if necessary, seek professional advice. The material is based upon information that we consider reliable, but we do not represent that it is accurate or complete, and it should be relied upon as such. Opinions expressed are our current opinions as of the date appearing on this material only; such opinions are subject to change without notice.

IDMidCaps

Investment Data on Midcap Companies

58 rue de Châteaudun - 75009 Paris - France

Tel: 01 48 01 87 27 - Fax: 01 48 01 87 39

contact@idmidcaps.com - www.idmidcaps.com