



CHINA

Toolux

IDMidCaps

+33.1.48.01.87.27

analyse@idmidcaps.com

Offering price: EUR 12.59

Fair value: EUR 26.5m (post-money)

Market Cap.: EUR 22.0m (post-money)

Capital increase: EUR 5.02m

Free float post IPO: 22.80%

IDENTITY

Market	Alternext
ISIN	NA
Ticker	NA
Sector	Industry goods

OFFERING

Price	EUR 12.59
Capital increase	EUR 5.02m
# shares post IPO	1 748 741
Market Cap.	EUR 22.0m

CALENDAR

Opening of the Offer	, 08
Closing of the Offer	, 08
Payment & settlement	, 08
– Delivery date	
1st trading day	, 08

EUR M	Dec08E	Dec09E	Dec10E
Sales	15.4	20.9	28.4
Growth	49.7%	35.6%	36.0%
EBIT/S	23.1%	20.6%	20.9%
REBIT/S	23.1%	20.6%	20.9%
EPS	1.45	1.76	2.47
Rest. EPS	1.45	1.76	2.47
Growth	20.1%	22.0%	40.2%

EV/Sales	0.96	0.73	0.38
EV/EBIT	4.1	3.6	1.8
EV/REBIT	4.1	3.6	1.8
PER	8.7	7.1	5.1
Rest. P/E	8.7	7.1	5.1
P/CF	6.7	5.6	4.2
P/BV	1.8	1.4	1.1
Div. yield	0.0%	0.0%	0.0%

Multiples post money

Executive summary

Fondé en 1992, Zhejiang Sandings (Toolux) conçoit, fabrique et distribue des outils pour les marchés professionnels et particuliers avec une spécialisation forte dans les tournevis (67% du CA 2007). Le chiffre d'affaires s'est élevé à 10,3M€ en 2007 en hausse de 18,2% pour un RN de 2M€. Ces performances placent la société en tête des sociétés chinoises exportatrices d'outils à main.

Initialement sous-traitant pour le compte des grands acteurs du secteur tant du côté distributeurs que fabricants, la société a engagé en 2000 un virage dans sa stratégie afin d'être en mesure de développer sa propre gamme d'outils vendue sous la marque Toolux. Les gammes d'outils fabriquées en propre (moyen et haut de gamme) ont représenté 13,4% du chiffre d'affaires 2007 pour un investissement en R&D qui a atteint 3M€ (+50%).

La société exporte la totalité de sa production, principalement vers les marchés européens (50% du CA 2007) et américains (19% des ventes). Toolux est certifié pour l'ensemble des normes de qualité parmi lesquelles la très exigeante norme allemande VDE (ANSI pour les Etats-Unis), ce qui atteste de la fiabilité et de la qualité des outils produits par la société.

La société s'est structurée afin de piloter au mieux les besoins de l'activité OEM et de la marque propre (mise en place d'un ERP). Le groupe se focalise sur les produits haut de gamme et externalise auprès d'un réseau de sous-traitants ceux d'entrée de gamme.

Toolux entend aborder une nouvelle ère de son développement en procédant à un placement privé sur Alternext. Une opération qui vise non seulement à renforcer ses capacités de production de produits classiques tout en investissant pour se positionner sur un marché en fort développement : celui du tournevis électrique. Le groupe veut également profiter de cette levée de fonds pour renforcer commercialement la notoriété de sa marque propre Toolux sur les marchés européens et mieux structurer sa distribution en direct. La croissance des ventes de sa marque propre est l'un des axes principaux de la stratégie de la direction qui devrait directement bénéficier à ses résultats grâce à l'amélioration du mix-produit.

Sur la base d'une valorisation par DCF, confortée par une approche par comparaison boursière, nous estimons la fair value à 26,5M€ post-money (+20,5% par rapport au prix proposé).



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, les délais pour une cotation peuvent 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 01/09 est de 9,74 Yuan (RMB) pour 1€ (vs 10,5 en juillet).

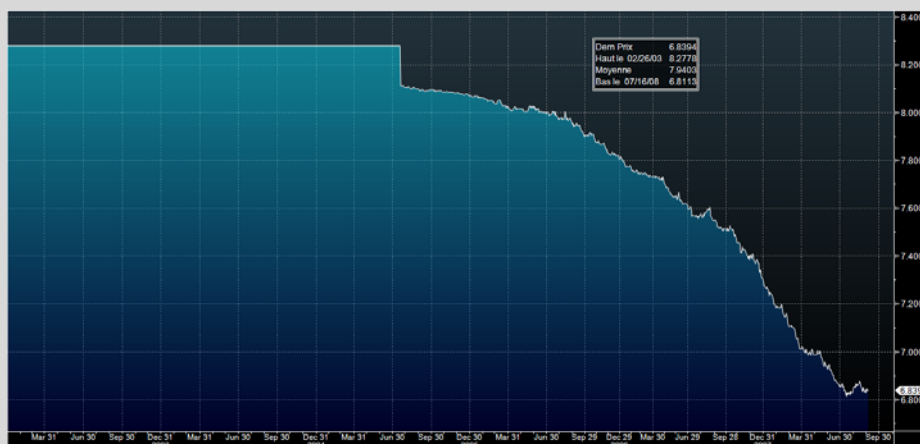
L'historique des différentes parités sont présentées dans les tableaux ci-dessous

EURO / DOLLAR DEPUIS 2003





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 associée 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.

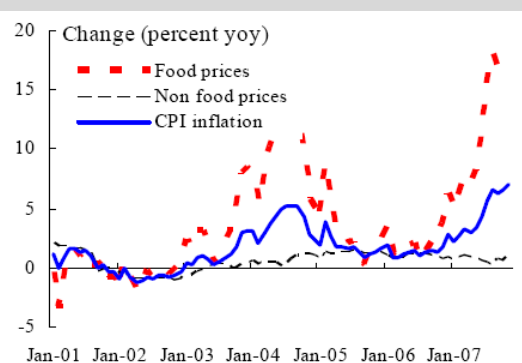
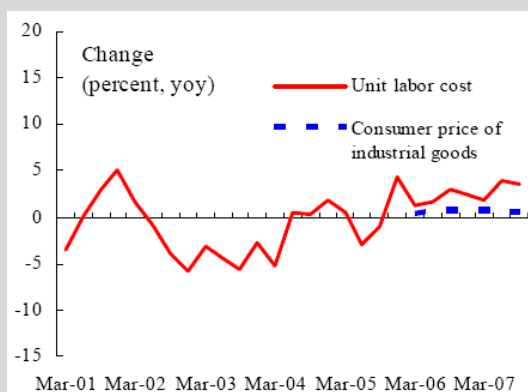
(en Mds USD)	2003	2004	2005	2006	2007
Croissance PIB	10.0%	10.1%	10.4%	11.6%	11.9%
Inflation (%)	3.2%	2.4%	1.6%	2.8%	6.5%
Exportations	438	593	763	970	1219
Importations	394	534	628	752	908
Balance commerciale	45	59	134	218	311
Balance courante	46	69	107	250	375

Source: Coface

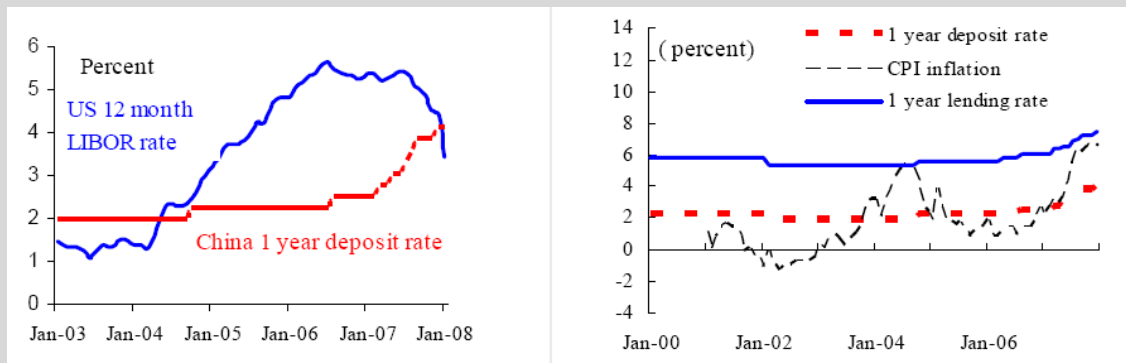
La Chine est en revanche confrontée à différents éléments qui plaident pour la poursuite de l'appréciation du Yuan mais s'il convient de noter que même à un rythme d'appréciation de 10% par an, il faudrait douze ans au yuan pour ne plus être sous évalué sur la base de l'estimation du FMI qui évalue la 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 T1 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. Le taux est néanmoins tombé en juillet 2008 à 6,1% contre 7,3% en juin, niveau le plus faible constaté depuis 10 mois.



Source : Banque mondiale



Source : Banque mondiale

QUALITE DES PRODUITS

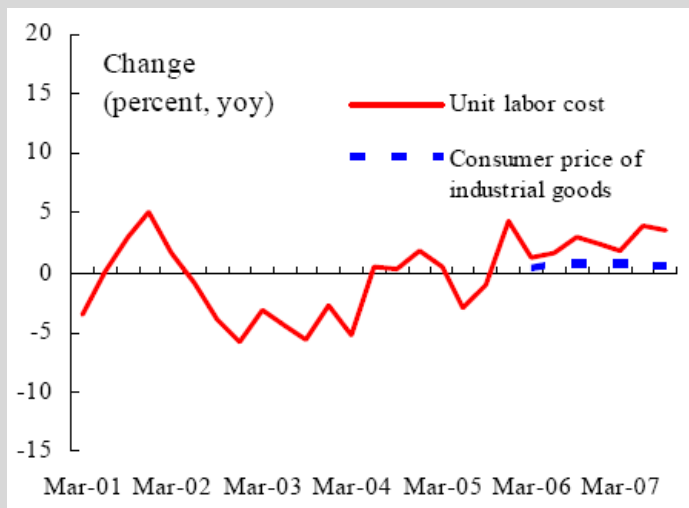
Le risque concernant la commercialisation d'un produit ne respectant pas les exigences réglementaires du pays importateur en matière de sécurité et de qualité est plus accru. A titre d'exemple, un rapport publié par la General Administration of Quality Supervision, Inspection and Quarantine, a indiqué 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

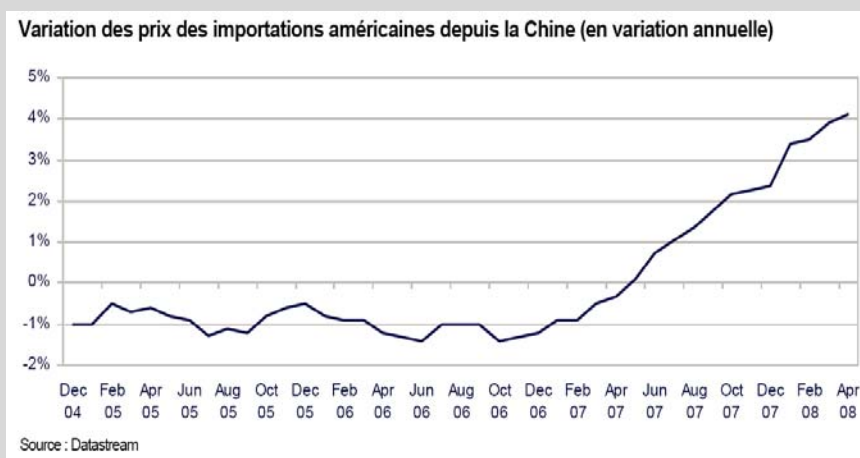
La politique salariale chinoise a évolué. Une nouvelle législation du travail, introduite en décembre 2007, accorde de nouveaux droits aux travailleurs (par exemple elle impose de payer les heures supplémentaires). Il est possible également que la démographie commence à jouer un rôle. En effet, les statistiques 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 inexistantes.
- 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 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:**

Zhejiang Sandings (Toolux) a été fondée en 1992 à Zhengzhou dans la province du Zhejiang. La société fabrique et commercialise des outils à main en OEM et a développé depuis 2004 une gamme d'outils pour son compte propre. La société qui compte 43 salariés et environ 150 intérimaires a réalisé en 2007 un chiffre d'affaires de 10,3M€ pour un résultat net de 2M€ avec une forte expertise dans les tournevis lesquels ont représenté 63% des ventes l'an passé.

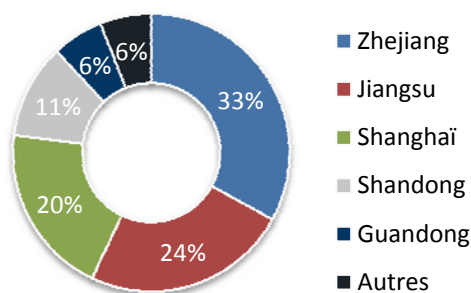
Ces performances placent la société au premier rang des sociétés exportatrices spécialisées dans le tournevis. Les ventes de la marque propre ont généré 13,4% du CA 2007. Ces outils sont destinés tant au marché professionnels que particulier répondant aux normes de qualité les plus drastiques et notamment celle pour le marché allemand. Cette certification représente une véritable barrière pour les concurrents de Toolux.

L'industrie de l'outillage à main en Chine

UN SECTEUR QUI DEMEURE TRES ATOMISE MAIS TRES CONCENTRE GEOGRAPHIQUEMENT

Selon les statistiques chinoises, il existe de l'ordre de 4.000 fabricants d'outillage à main répartis dans 5 zones principales :

Répartition de la production d'outils à main en Chine



Source : China Customs Statistics

Cette répartition correspond à une organisation géographique en hub de production. L'objectif est de développer dans une zone géographique déterminée un véritable écosystème permettant à une société de bénéficier de l'ensemble des facteurs favorables à sa croissance.



Si quelques grandes provinces concentrent l'essentiel de la production, la structure du marché apparaît très atomisée. 70% de ces sociétés sont des acteurs qui réalisent moins d'1M\$ annuellement alors que celles réalisant entre 1M\$ et 10M\$ représentent le solde. Selon les statistiques, il existe actuellement moins de 20 sociétés dont le chiffre d'affaires annuel dépasse les 10M\$ annuels. Leur production annuelle ne représente toutefois pas plus de 10% du chiffre d'affaires annuel du secteur. Toolux qui a réalisé 10,3M€ de CA en 2007 fait donc partie des premiers acteurs du secteur.

Top 10 des sociétés exportatrices d'outillage à main	CA en M\$	Cap de prod./mois (nb de pièces)	Prod. moyenne mensuelle	% de la production exportée	% OEM du CA export
Longkou Newstar	25.6	15.000.000	2.300.000	91%	70%
Zhejiang Sanding (Toolux)	16.4	2.000.000	1.250.000	100%	85%
Everpower	14.8	550.000	420.000	94%	100%
Zhejiang ZEC	12.0	nc	nc	90%	nc
Ningbo Mind	10.5	nc	nc	90%	nc
Zhangjiagang Jinfeng	7.9	600.000	600.000	92%	50%
Longkou Hongtai	6.5	nc	nc	80%	nc
Hebei Botou	6.0	300.000	300.000	63%	20%
Pro-Starter	4.5	300.000	220.000	100%	70%
Qingdao East & West	4.5	nc	nc	nc	100%
Shanghai Himmers	4.3	nc	200.000	65%	65%

Source : Global Sources

Malgré ces différences de taille, l'ensemble des acteurs privilégient un sourcing local des matières premières. Comme nous l'avons expliqué précédemment Toolux ne déroge pas à la règle. Les sociétés les plus importantes bénéficient également d'un avantage compétitif très important surtout pour le marché export à savoir des contrôles de qualité et des appareils de test qui leur permettent de conformer leur production aux normes internationales.

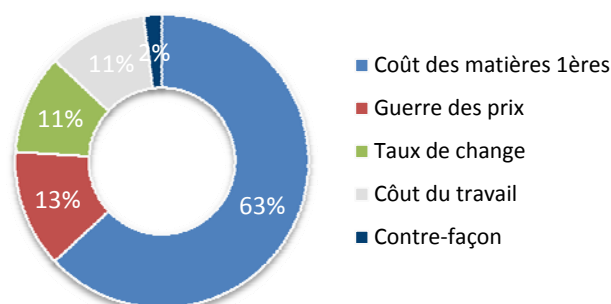
Outre un modèle de développement adapté, Toolux bénéficie de la croissance du marché de l'outillage à main qui reste tiré par l'export. Le montant des exportations continue de croître à un rythme rapide soutenu par les augmentations de prix alors que les volumes ont tendance à décroître. Selon les données communiquées par les douanes pour le 1^{er} trimestre 2008, les exportations ont augmenté de 11% se décomposant en un effet prix de 17% et un effet volume négatif de 6%. En 2006, les volumes d'exportations avaient progressé de 11% mais le rythme n'était plus que de 6% en 2007. Selon une étude réalisée sur le segment de l'outillage à main par Global Sources (étude sur 46 des principaux fabricants d'outils chinois intégrant Toolux), les sociétés interrogées prévoient la poursuite de la hausse des prix dans les mois qui viennent pour contrecarrer les effets de la hausse des matières premières notamment l'acier carboné (sourcé localement) qui a progressé de près de 50% sur les 12 derniers mois (excédant 850\$/tonne en mars 2008) alors que le plastique a augmenté de 20%.



En plus de cette augmentation du coût matière, les fabricants sont confrontés à la hausse du coût du travail (+10% depuis le 1^{er} janvier 2008) due à la nouvelle loi sur le salaire minimum et à la baisse des « tax rebate » à l'export de 13% à 5%. Des pressions qui conduisent certains fabricants à se tourner vers des produits à plus forte valeur ajoutée et/ou le segment de l'outillage professionnel. C'est d'ailleurs cette évolution qui explique que Toolux cherche à être présent sur le segment des tournevis électriques tout en investissant commercialement sur des sets combinant plusieurs outils déjà disponibles dans sa gamme en marque propre.

Selon les résultats du sondage mené auprès des 46 fabricants exportateurs d'outillage à main par Global Sources, le principal challenge auquel est confrontée l'industrie reste l'évolution du coût des matières premières. 100% des sociétés interrogées prévoient ainsi une hausse de leur prix de vente d'ici 12 mois.

Une industrie confrontée à différents challenges



Ce sondage montre que 35% des sociétés prévoient une hausse des prix à l'export comprise entre 5 et 10%, 30% entre 11 et 15%, 24% moins de 5% et 11% plus de 15%. Des hausses des prix destinées à lutter contre l'évolution des matières premières mais qui se justifient également par l'extension de gamme vers des produits à plus forte valeur ajoutée (ergonomie, outils électrique sans fil,...). Un autre moyen de lutter contre l'inflation est d'augmenter la capacité de production procurant des économies d'échelles et l'amélioration de la productivité. Si la concentration du secteur ne semble pas à l'ordre du jour, il est clair que les sociétés disposant déjà d'une taille critique seront en mesure de mieux gérer cet environnement plus complexe. Reste que les augmentations de prix attendues permettront de maintenir la croissance des exports en dépit de volumes moindres.



IMPLANTATION

La province de Zhejiang : le principal hub de production de l'outillage à main

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, Shenjiamen, Haimen, Zhapu et Zhou shan.

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).

Comme nous l'avons précédemment, la province du Zhejiang concentre l'essentiel des fabricants d'outillage à main et est la première exportatrice pour le segment du tournevis. Le but est de développer dans une zone géographique déterminée un véritable écosystème permettant à une société de bénéficier de l'ensemble des facteurs favorables à sa croissance. Dans cet environnement favorable du point de vue des infrastructures, la province du Zhejiang héberge plus de 2.000 fabricants d'outils à main faisant du Zhejiang, la première région pour le secteur de l'industrie de l'outillage en Chine. La province se situe ainsi comme la première exportatrice de Chine pour ce type d'outils contribuant pour près d'un tiers des exportations annuelles. La région s'est spécialisée dans certaines lignes de produits comme le tournevis dont les exportations ont atteint en 2007 109,5M\$ concentrant plus de 50% des exportations chinoises pour cette catégorie.

Un statut de première société exportatrice dans le segment du tournevis

La clientèle de Toolux est exclusivement constituée par les grands fabricants occidentaux d'outillage (Stanley, Black & Decker, Supercraft, Draper Tools) et des distributeurs spécialisés comme Homedepot, Sears, Brico Depot, Castorama, B&Q. La commercialisation est réalisée au travers de grossistes donc de manière indirecte (60 tous de nationalité chinoise). Chaque commande doit représenter un minimum compris entre 1.000 et 1.500 pièces, Toolux fixant les prix de vente. Les 5 premiers intermédiaires ont concentré 62% du CA 2007 (13% pour le 1^{er}).



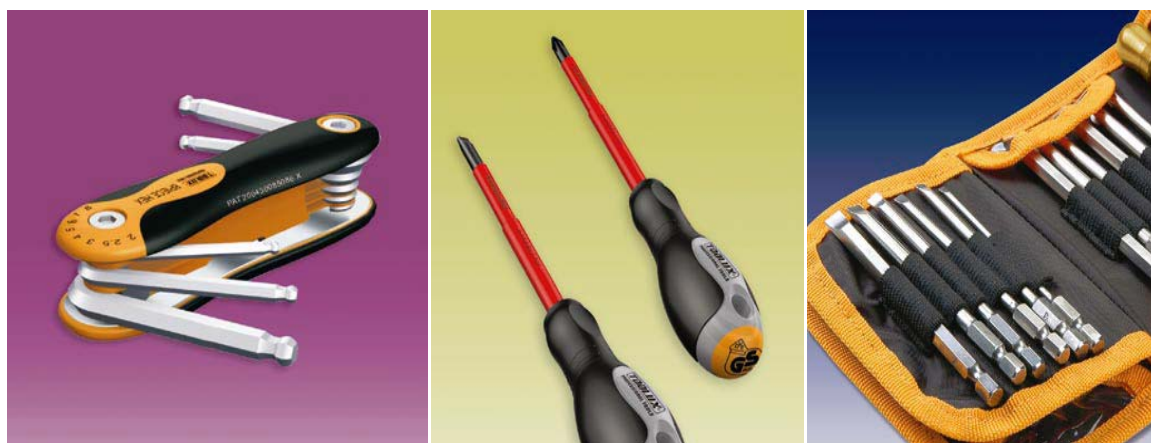
Toolux fixe le prix de vente à son intermédiaire qui est toujours facturé en Yuan. Si l'intermédiaire prend une marge comprise entre 5 et 8% (en fonction des volumes), cette stratégie de commercialisation présente également plusieurs avantages :

- Simplifier la gestion des commandes et des aspects logistiques ;
- Maîtriser les coûts commerciaux grâce aux économies d'échelle réalisée dans la commercialisation ;
- Conserver son indépendance face à des clients qui sont en concurrence frontale en éliminant tout risque de conflit d'intérêt et toute exclusivité avec l'un d'entre eux.

Les conditions de paiement sont définies par Toolux et sont en règle générale un acompte de 30% à la commande pour les nouveaux clients alors que pour les clients récurrents un délai de 45 jours à compter de l'expédition est accordé.

Une stratégie tournée vers la satisfaction du besoin client qui lui a permis d'acquérir une taille critique

Cette stratégie de vente indirecte n'exclut pas une relation client forte notamment dans les phases de conception (design, cahier des charges techniques...) qui permet de créer des outils qui correspondront aux attentes des clients. Le département R&D, créé en 2003 regroupe 15 personnes équipées de logiciels de CAO qui sont scindées en trois équipes : l'une basée au siège sociale de Shengzhou (caractéristiques des matières premières) les deux autres étant à Shanghai et Hangzhou (ergonomie, design). Le groupe a été en mesure depuis la création de ce département de déposer une quarantaine de brevets qui portent essentiellement sur des aspects de design et d'ergonomie.



En 2007, le groupe a investi près de 50% de plus qu'en 2006 soit 3M de RMB (0,3M€). Chaque année, ce sont plus de 50 produits qui sont développés en interne dont 40 en collaboration avec les clients. Par ailleurs, les clients finaux procèdent également à des audits en se rendant régulièrement sur le site de production de Toolux. Avant la mise en production, un échantillon est systématiquement envoyé pour être contrôlé par le client notamment sur les aspects techniques. Rappelons que Toolux



dispose de l'ensemble des certifications pour vendre ses outils sur les marchés occidentaux (ANSI pour les Etats-Unis, DIN pour l'Europe, VDE et VPA pour l'Allemagne).

La stratégie de Toolux est d'apporter le maximum de flexibilité aux clients en lui permettant par exemple jusqu'au bon de commande de pouvoir modifier certains éléments de l'outil. Le délai entre la conception et la validation oscille autour de 35 jours. Outre ces phases d'avant vente, Toolux a mis en place un suivi en après-vente en se rendant le cas échéant chez le client afin d'obtenir un feedback complet sur le niveau de satisfaction. Le groupe s'est également imposé auprès des clients comme un partenaire technologique fiable qui joue le rôle d'une véritable force de proposition. Cette manière d'interagir constamment avec le client notamment dans les phases amont et aval a permis à Toolux de nouer des relations solides ce qui garantit une certaine forme de récurrence qui se traduit par un carnet de commande qui représente traditionnellement 2 mois de CA. Aujourd'hui, Zhejiang Sandings est le premier exportateur chinois dans le segment du tournevis.

Top 10 exportateurs de tournevis	Pièces/mois
Zhejiang Sanding (Toolux)	1.125.000
Ningbo Mind	204.000
Ningbo Everest	150.000
Shanghai Shuangxuan	120.000
Qingdao Quanta	108.000
Wilon	100.000
Everpower	99.000
G&F	91.500
Zhangjiagang Rich Innovation	80.000
Zhejiang Soups Precise	66.000

Source : Global Sources

Cette place de leader tient également au fait que la société a su depuis sa création en 1992 intégrer une véritable culture du marketing qui se retrouve aussi bien dans ses catalogues que dans le design de ses outils et le packaging. Toolux participe chaque année à différents salons professionnels (Cologne, Canton, Las Vegas). En septembre 2008, le groupe participera au plus grand salon professionnel de l'outillage à Shanghai China International Hardware Show 2008 où elle dispose d'un stand d'environ 200 m². Cette présence récurrente dans des salons étrangers a permis au groupe de développer également toute une gamme de catalogue (général et par famille de produit) qui sont autant d'éléments différenciants par rapport à la concurrence et qui renforcent son action commerciale auprès des clients. De même, la société met à disposition de ses clients dans son siège social deux show-rooms, l'un dédié à son activité OEM et l'autre à sa marque propre Toolux.

Un outil de production qui permet de répondre aux meilleurs standards de qualité internationaux

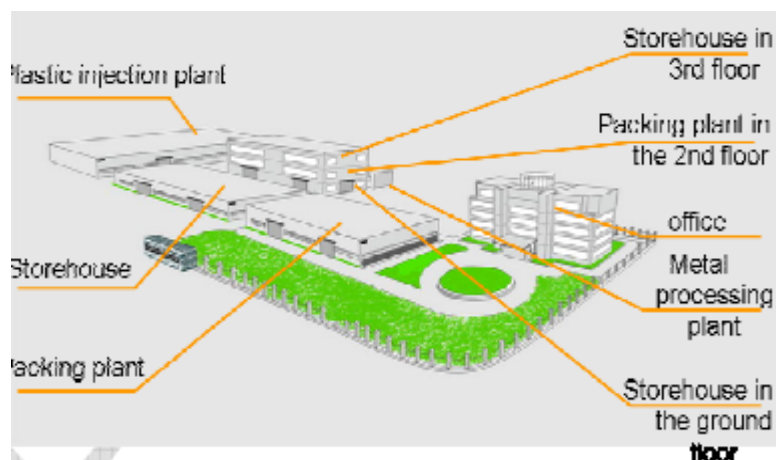
Cette capacité en R&D et ses actions marketing s'appuient sur un outil de production de qualité. Toolux a mis en place une organisation industrielle qui repose sur le site de Shengzhou autour de laquelle un véritable écosystème a été créé afin de gérer les approvisionnements en matières



premières mais également l'aspect de sous-traitance. Pour piloter l'ensemble de ces process, la société a mis en place un ERP qui lui permet au travers d'une comptabilité analytique de gérer au mieux les flux tant du côté sous-traitant, production mais également des stocks de matières premières. Cet outil est évidemment un élément qui renforce la compétitivité de Toolux par rapport à ses concurrents tout en apportant un gage de qualité vis-à-vis de ses clients. La direction est ainsi en mesure d'adapter sa politique commerciale en ayant une connaissance approfondie du prix de revient de chaque outil fabriqué en interne ou sous-traité.

Compte tenu de la place importante que revêt le coût matière dans le prix de revient d'un outil (50 à 60%), une bonne gestion des achats (aciers et granules de plastique issus du recyclage) est un facteur clé dans la génération de marges. Cette fonction est d'ailleurs sous la responsabilité d'un des trois actionnaires du groupe. L'ensemble des fournisseurs ont été sélectionnés par la société et se situent à proximité afin d'optimiser la logistique (2 à 30 jours maximum). Les prix sont fixés annuellement avec les fournisseurs sauf en cas de très fortes fluctuations, ils peuvent faire l'objet d'une révision à la hausse ou à la baisse. Le paiement se fait à J+50 après la livraison et intégralement en monnaie local. Toolux veut comme avec ses sous-traitants établir une relation dans la durée avec ses fournisseurs.

Seuls les outils moyen et haut de gamme sont réalisés en interne alors que l'entrée de gamme est généralement sous-traité. Le groupe a mis en place un réseau de sous-traitants (6 référencés) qui sont dans la majorité des cas des anciens salariés de l'usine qui ont pu se mettre à leur compte en bénéficiant des commandes reçues par Toolux. En contrepartie, Toolux leur impose des délais de fabrication assez courts (40 jours) notamment dans les périodes chargées précédant les fêtes de fin d'année (octobre-novembre). L'assemblage peut être fait par Toolux. Le maître mot de cette organisation est de disposer d'une très grande flexibilité.



Le site de production d'une superficie de 55.000m² qui représente un investissement cumulé de 50M RMB regroupe toutes les grandes fonctions (préparation de l'acier et découpe, traitement des matières, plasturgie, assemblage et packaging). L'investissement dans des machines notamment pour la plasturgie permet d'augmenter la productivité mais également de limiter la consommation de matières premières (plastique recyclé) dont la perte s'élève entre 1 à 1,5%. La phase de



production est assortie d'un contrôle qualité continu depuis l'entrée des matières premières jusqu'au produit fini. Ainsi, les rebus ont représenté entre 3 et 5% en 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 5% 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 coût matière est un élément important puisqu'il représente en fonction du type d'outils de l'ordre de 50 à 60% du prix de revient.

MAIN D'ŒUVRE

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.

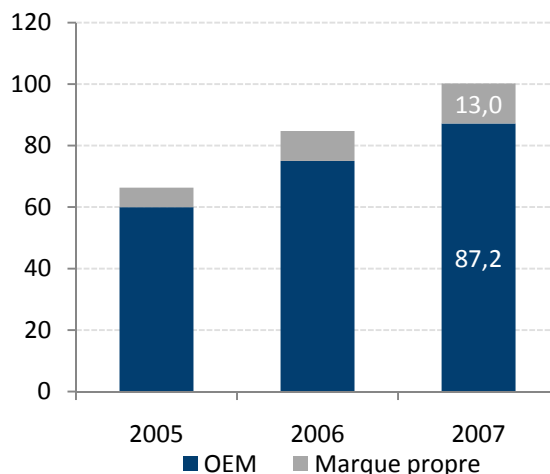
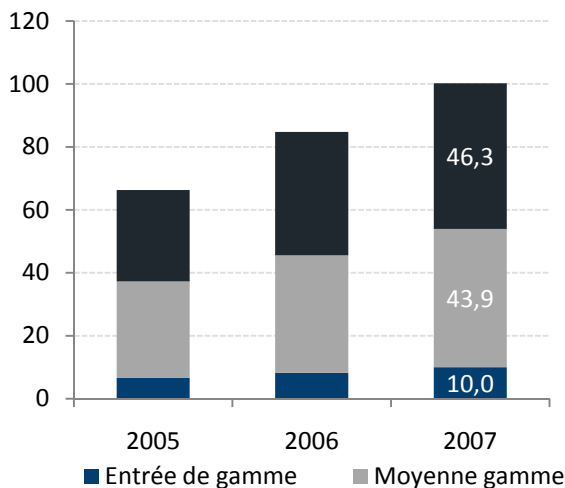


Recent Events

Au cours de l'exercice 2007, Toolux a poursuivi sa stratégie de développement de ses ventes sous marque propre et de renforcement de son pricing power. L'application de cette stratégie s'est traduite par une appréciation de 7,7 point du taux de marge brute et de 6,7 point de sa marge opérationnelle à 24%.

La croissance des ventes s'est élevée à 18,2% poursuivant sur le rythme de 2006 (+27,8%). Le chiffre d'affaires a ainsi dépassé la barrière symbolique des 100M RMB. Les produits sous la marque Toolux ont représenté le principal vecteur de croissance avec une progression de plus de 30% (+33,7%) comme déjà en 2006. Lancée en 2004, la marque propre représente désormais 13% des ventes du groupe contre 6% en 2005. Sous la marque Toolux, le groupe ne commercialise que des produits de moyenne gamme et de haut-de-gamme. L'activité OEM a poursuivi sa croissance (+16,2%), assez également répartie entre les gammes. Les produits d'entrée de gamme ont connu une progression de 22% mais ne représentent que 11,5% des ventes OEM. Elles ont surtout crû au S1, la politique marketing du groupe ayant mis en avant les produits plus haut de gamme à partir de juin 2007.

REPARTITION DES VENTES EN M RMB – source : société





En termes de coûts, l'évolution principale concerne la réduction du poids des achats de matières premières et produits finis. Elle s'explique par :

1/ l'évolution favorable du mix-produits en faveur de la marque Toolux. La production sous marque propre présente une meilleure productivité dans la mesure où il n'y pas de customization en fonction des besoins des clients (différentiel de marges non chiffré). En outre, le nombre d'intermédiaires est réduit au niveau de la commercialisation ;

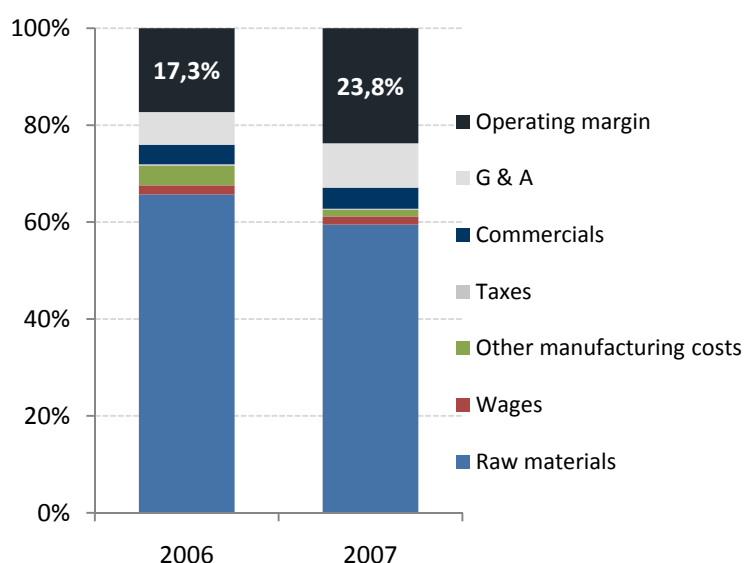
2/ l'augmentation tarifaire de 20% sur les produits moyenne gamme et haut de gamme réalisée en avril. Cette réévaluation a fait plus que compenser l'inflation des matières premières.

Rappelons que la société sous-traite la production des produits OEM d'entrée de gamme, ce qui lui assure de la flexibilité et réduit les risques sur ce type de commandes à fort volume mais moins récurrente en raison de la forte concurrence sur les prix.

Les charges de personnel de production ont été contenues (+17% à 1,9 M RMB). Le salaire annuel moyen chargé s'élève à 8.600 RMB (720 RMB/mois).

In fine, le taux de marge brute (US GAAP) ressort à 35,1% en hausse de 7,7 points. La croissance de l'activité et le développement en particulier de la marque propre se sont traduits par une augmentation des frais commerciaux (+0,4 point) et surtout des frais généraux (+1,7 point). Après prise en compte d'autres revenus en hausse, le ROC affiche une progression de 64% à 24M RMB.

DECOMPOSITION DU RESULTAT OPERATIONNEL (% DU CA)



Source : société



Concernant le bas du compte de résultat, l'absence de charges financières (pertes sur investissements en 2006 de 6,6M RMB) et la baisse du taux d'IS dans le cadre de la Loi 10 (15% vs 45,7% en 2006), conduisent à une multiplication par 5 du RNpdg qui s'élève à 20,5M RMB.

La structure bilantielle de Toolux est légère, à l'instar de la plupart des sociétés chinoises. Ses capitaux propres s'élèvent à 45,4M RMB et le total des immobilisations à 54,3M RMB. La création de la société en 1992, époque où les terrains et le coût de la construction étaient faibles, peut expliquer cette situation. Le BFR est légèrement négatif (-14M RMB à fin 2007) : les créances clients sont très limitées dans la mesure où la société est payée dès l'envoi des produits (FOB) et les stocks également car les sous-traitants en supportent une partie.

A la fin de l'exercice, la société affiche une trésorerie nette 4,4M RMB. La dette financière (26M RMB) 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.



DEUX AXES DE DEVELOPPEMENT : MARQUE PROPRE ET PRODUITS ELECTRIQUES

Comme nous l'avons vu, Toolux s'est imposé comme l'un des premiers exportateurs chinois d'outils à main. Ce développement s'est fait en tant que sous-traitant. Sur un marché en légère croissance en volume mais avec une forte pression concurrentielle et par conséquent des prix en baisse, la stratégie de la société passe par :

- 1/ une montée en gamme grâce au lancement de produits électriques.
- 2/ le renforcement de la notoriété de sa marque propre.

CHIFFRES CLES DU MARCHE DES OUTILS A MAIN :

Le marché est globalement stable tant en termes de volumes que de prix en Europe. Au niveau des produits professionnels, la tendance est au développement vers l'Est où se délocalisent les industries.

Tournevis : le segment peut être estimé à 200 millions d'unités par an en Europe.

Il se caractérise par une croissance des volumes (+10% sur 5 ans) mais une forte pression sur les prix (-20% sur 5 ans).

► PRODUCTION D'OUTILS ELECTRIQUES (VISSEUSES)

Des fabricants Taïwanais interviennent déjà sur ce marché mais sont plutôt positionnés sur le segment d'entrée de gamme. Toolux s'est concentré sur la mise au point d'une gamme de tournevis électriques haut de gamme.

La société peut s'appuyer sur le savoir-faire de la région de Shengzhou dans la fabrication de moteurs électriques. Comme les autres sociétés industrielles chinoises de la région, elle bénéficie également d'une main d'œuvre nombreuses et d'un réseau dense de fournisseurs de matières premières qui lui permettent de produire des grands volumes à des prix compétitifs.

Le plan prévoit la mise en place d'une chaîne de production d'outils électriques dans les 18 prochains mois. Les premières ventes de visseuses électriques, fabriquées sur les chaînes de production existantes, sont prévues au S1 2009 (10M RMB estimés sur le semestre). L'accélération des volumes est programmée au S2 2010 (30M RMB) grâce à la montée en puissance de la nouvelle chaîne de production dédiée.

► MARQUE PROPRE

Le groupe prévoit d'augmenter ses investissements marketing mais aussi de développer un réseau de distributeurs directs de la marque Toolux. Par ailleurs, la société va mettre en place une nouvelle ligne de production de têtes de tournevis qui paraît nécessaire pour développer la marque propre tout en servant les clients en OEM.



Les deux axes stratégiques identifiés doivent permettre à Toolux d'accélérer sa croissance. Les ventes en OEM sont attendues en progression annuelle moyenne de 21,6% sur la période 2007-2010, un niveau comparable aux années précédentes. De même, le TMVA des produits mécaniques est estimé à 28%, soit un rythme du même ordre que les dernières années. L'accélération prévue de la croissance (TMVA 2007-2010 : +39%) proviendra du CA sous marque Toolux (+100M RMB en 3 ans) et des visseuses électriques (55M RMB à l'horizon 2010).

CHIFFRE D'AFFAIRES EN M RMB	2006	2007	2008	2009	2010
Marque propre	10	13	21	48	110
Milieu de gamme	4	6	9	18	50
Haut de gamme	6	7	12	30	60
OEM	75	87	119	152	160
Entrée de gamme	8	10	14	15	10
Milieu de gamme	33	38	52	72	60
Haut de gamme	34	39	53	65	90
TOTAL	85	100	140	200	270
Marque propre		33.7%	61.2%	128.6%	129.2%
OEM		16.2%	36.5%	27.7%	5.3%
TOTAL		18.2%	39.7%	42.9%	35.0%
Produits à main	85	100	140	169	215
Produits électriques	0	0	0	31	55
Produits à main		18.2%	39.7%	21.0%	26.9%
Produits électriques		-	-	NS	79.8%

Sources : IDMidCaps, sociétés

A fin juin 2008, le groupe est globalement en ligne avec les objectifs. Son CA s'élève à 66,6M RMB en croissance de 38,4%.

► EVOLUTION DE LA MARGE BRUTE

Les fabricants d'outils à main doivent faire face à une forte pression sur les prix, alors que dans le même temps les prix de l'acier sont en forte progression. L'évolution du mix-produits doit permettre de protéger en partie sa marge brute.

Le groupe a relevé de près de 13% ses prix de vente moyen depuis début 2008. En fait, les hausses de prix (>25%) se sont concentrées sur les 20% des ventes haut de gamme.

Néanmoins, nous avons retenu une augmentation progressive du poids des achats de matières et produits de l'ordre d'1 point par an.

Sur le plan des charges de personnel, une hausse annuelle de 25% des salaires a été intégrée. Si en 2008 la productivité devrait s'améliorer, le lancement de la production des visseuses électriques risque de l'affecter en 2009. Globalement, fin 2010, le CA par ouvrier devrait encore être inférieur de 10% au niveau de 2008^e.

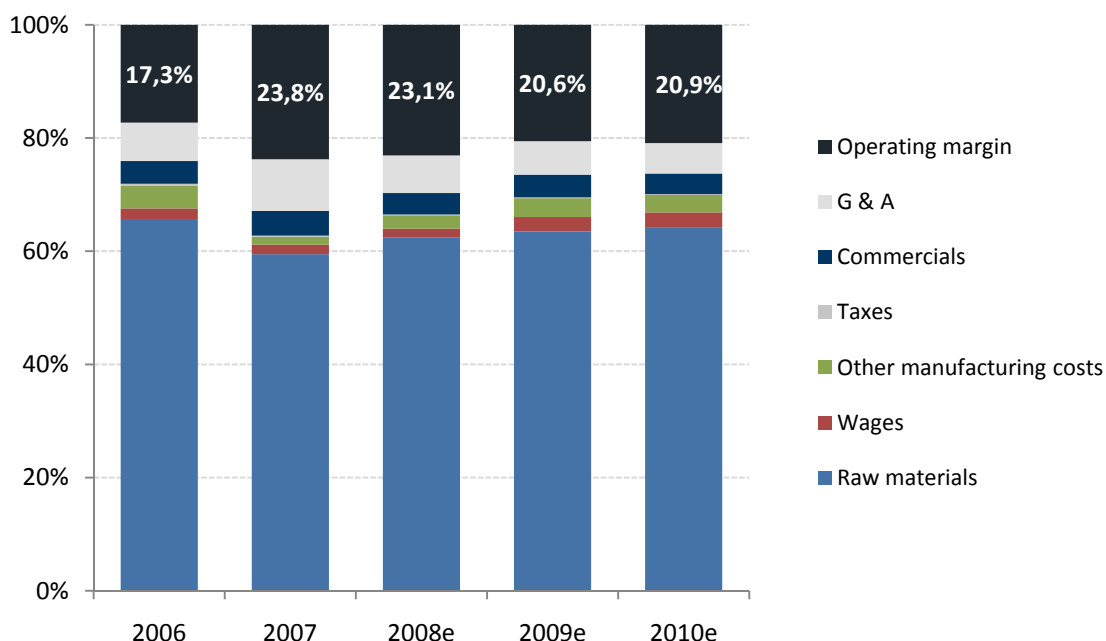
Après le pic à 35% en 2007, le taux de marge brute devrait revenir vers 30% à l'horizon 2010 (29,7%).



Concernant les autres postes de charges, les frais commerciaux suivront l'évolution des ventes en se stabilisant autour de 4%. En revanche, la croissance du chiffre d'affaires se traduira, selon nous, par une meilleure absorption des frais généraux dont l'accroissement devrait être limité à 20%/an.

A noter que le poids des amortissements va tendre à s'accroître à la suite des investissements programmés dans les nouvelles chaînes de production : de 3,5% du CA en 2007, ils devraient atteindre 4,8% en 2008^e et 4% en 2009^e avant de revenir autour de 3%.

DECOMPOSITION DU RESULTAT OPERATIONNEL (% DU CA)



Sources : société, IDMidCaps

L'investissement dans les outils de production est l'une des raisons de la cotation de Toolux. La société a budgété plus de 6M RMB, répartis entre 2008 (1,6M RMB) et surtout 2009 (4,5M RMB). Les fonds seront consacrés à : 2,95M RMB d'équipements, 1,6M RMB de construction de bâtiments et 1,5M RMB pour l'achat des terrains.



Valuation

Discounted Cash Flow:

Notre modèle DCF est fondé sur une première période de 10 exercices à la suite de laquelle nous calculons une valeur terminale.

Les perspectives retenues pour les 3 premiers exercices sont celles présentées sur la page de synthèse. Au-delà de la troisième année, nous avons émis les hypothèses suivantes :

- ▶ Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 5.2%
- ▶ Un taux de marge d'EBIT stabilisé à 15.0% à partir du quatrième exercice. Ce niveau de marge nous paraît réalisable au vu des performances des sociétés internationales du secteur (Sandvik, Stanley, Cooper)
- ▶ Un taux d'impôt normatif de 25.0%
- ▶ Un ratio Capex/CA de l'ordre de 2.0%
- ▶ Un ratio BFR/CA d'environ 3.0%

Nous avons choisi de retenir le coût moyen pondéré du capital (WACC) en tant que taux d'actualisation. Il intègre le poids relatif des fonds propres en valeur de marché et de la dette nette. Nous appliquons une prime de risque spécifique qui corrige le bêta historique afin de mieux refléter les éléments non pris en compte dans cette méthode.

Discount rate	%		%
Risk free rate (10 years)	4.45	Net debt / EV	NS
Market premium	4.74	WACC	17.0

Valuation	EUR M		
Present value of FCFs (10 years)	17.9	Number of shares	
Present value of the terminal value	4.8	Dilution potential	
Enterprise value	22.6	Value per share	23.8
Net debt	0.4	Current price	
Financial investments	0.0	Spread	
Minority interests		Value per share (WACC -1.0%)	25.7
Equity value	23.1	Value per share (WACC +1.0%)	22.2

Nous obtenons une fair value de 23,8M€ pre-money par la méthode DCF.

Dans notre modèle, nous avons retenu le cours EUR/CYN actuel (1 pour 9,74) sans spéculer sur l'évolution future de la parité.



M EUR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires	15.4	20.9	28.4	32.7	36.0	37.7	39.6	40.8	42.1	42.9	43.7	44.6
Var.	49.7%	35.6%	36.0%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
ROP retraité	3.6	4.3	6.0	6.7	7.0	7.0	7.0	7.2	7.0	6.9	6.8	6.7
MOP	23.1%	20.6%	20.9%	20.5%	19.5%	18.6%	17.6%	17.6%	16.6%	16.1%	15.6%	15.0%
Taux IS (IS/ ROP)	23.7%	23.9%	24.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
DAP	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
EBITDA net	3.4	4.1	5.4	6.0	6.3	6.4	6.2	6.4	6.1	6.0	6.0	5.9
% CA	22.4%	19.7%	19.0%	18.4%	17.6%	17.0%	15.7%	15.7%	14.5%	14.1%	13.7%	13.3%
CAPEX	-1.6	-4.6	-0.6	-0.7	-0.9	-1.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-0.7
Variation BFR	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	-3.5	0.0
Free Cash flow	2.0	-0.4	4.8	5.2	5.6	4.6	5.5	5.7	5.3	5.2	1.7	5.2

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%	27.3	25.3	23.5	22.0	20.6
	1.0%	27.5	25.5	23.7	22.1	20.7
	1.5%	27.8	25.7	23.8	22.2	20.8
	2.0%	28.1	25.9	24.0	22.3	20.9
	2.5%	28.4	26.1	24.2	22.5	21.0
		14.7%	6.3%	-1.3%	-7.6%	-13.4%
		15.5%	7.1%	-0.4%	-7.1%	-13.0%
		16.8%	8.0%	0.0%	-6.7%	-12.6%
		18.1%	8.8%	0.8%	-6.3%	-12.2%
		19.3%	9.7%	1.7%	-5.5%	-11.8%

• Peer Group:

Nous avons identifié deux comparables français :

- **SAM** : Sam est un fabricant d'outillage à main destiné aux professionnels de l'industrie et aux garages. Composée de 10.000 outils, la gamme de la société comprend les familles d'outils de serrage et vissage (clés, pinces, tournevis), de coupe (pinces coupantes, coupe boulons) de mesure et de rangement (boîtes, coffrets, armoires servantes).
- **TIVOLY** : Créé en 1917, Tivoly conçoit, fabrique et commercialise des gammes d'outils coupants en acier rapide et en carbure monobloc. Tivoly exploite un centre de R&D intégré au sein duquel l'essentiel de ses produits (forets, fraises, tarauds, et accessoires) sont conçus.

Ces deux sociétés subissent la concurrence des sociétés situées dans les pays low-cost, comme Toolux, et affiche ainsi des croissances et des taux de rentabilité faibles.



Nous avons également pris en compte des sociétés internationales. Leur taille n'est pas comparable à Toolux mais grâce à la force de leur marque et leur capacité à s'approvisionner dans les pays low cost, elles présentent des taux de rentabilité plus proches de ceux de Toolux.

	Tivoly déc-08	Sam déc-08	Sandvik AB déc.-08	Stanley Works déc.-08	Black & Decker déc.-08	Cooper Indus. déc.-08	Newell Rubbermaid déc.-08
Caractéristiques (M€)							
Capitalisation	10.6	10.5	9 881.2	2 491.1	2 469.2	5 488.6	3 377.9
Valeur d'entreprise	34.9	11.0	13 352.2	3 359.2	3 435.9	6 246.5	5 308.1
Chiffre d'affaires	82.0	33.3	9 907.3	3 100.5	4 203.0	4 529.0	4 634.8
Variation du CA	8.1%	2.5%	8.2%	2.5%	-4.9%	13.5%	6.2%
MOP	5.4%	4.9%	15.9%	12.8%	8.0%	14.7%	10.6%
MOC	5.4%	4.9%	16.0%	11.8%	8.1%	14.6%	10.5%
Variation du ROC	33.0%	2.4%	1.0%	-4.4%	-30.7%	14.9%	-13.6%

Par ailleurs, il nous paraît nécessaire de réaliser la comparaison sur les exercices 2008 et 2009 afin de tenir compte de la croissance supérieure au marché de Toolux.

	Multiples des sociétés françaises		Valorisation induite de Toolux (M€)	
	2008e	2009e	2008e	2009e
VE/CA	0.4	0.4	8.1	9.3
VE/ROC	7.4	6.9	28.4	31.4
PER	7.1	6.8	18.0	20.8
P/CF	3.8	3.7	12.5	14.5
Moyenne			16.8	19.0

	Multiples des sociétés étrangères		Valorisation induite de Toolux (M€)	
	2008e	2009e	2008e	2009e
VE/CA	1.2	1.1	20.0	25.8
VE/ROC	9.6	9.0	36.4	40.2
PER	11.6	10.6	29.2	32.6
P/CF	11.5	8.0	37.4	31.3
Moyenne			30.8	32.5

En appliquant une décote de 10% par rapport aux multiples des sociétés françaises et de 30% par rapport aux sociétés internationales, on obtient une fair value de 19,1M€.

• Multiples d'acquisition :

Début 2006, la société américaine Stanley a racheté le français FACOM l'un des leaders mondiaux des outils à main (377M€ de CA 2005). FACOM a été évalué à 410M€ en VE. L'opération faisait apparaître les multiples suivants : VE/CA de 1,09x et VE/ROC de 11,5x.

Sur la base de ces multiples, la valorisation de Toolux ressort entre 19 et 43M€.



Valuation	Dec06h	Dec07h	Dec08e	Dec09e	Dec10e
EV/Sales			0.96	0.73	0.38
EV/REBIT			4.1	3.6	1.8
PER			8.7	7.1	5.1
P/CF			6.7	5.6	4.2
Market data	Dec06h	Dec07h	Dec08e	Dec09e	Dec10e
# Shares (millions)	1.4	1.4	1.8	1.8	1.8
Share price (end of year/current)			12.59	12.59	12.59
EPS (reported)	0.30	1.56	1.45	1.76	2.47
Market capitalization			22.0	22.0	22.0
Enterprise Value (EV)			14.8	15.3	10.7
Economical performance	Dec06h	Dec07h	Dec08e	Dec09e	Dec10e
Sales	8.7	10.3	15.4	20.9	28.4
Sales growth		18.2%	49.7%	35.6%	36.0%
Organic growth					
EBITDA	1.8	2.8	4.3	5.1	6.8
EBITDA margin	20.6%	27.4%	27.9%	24.6%	24.1%
EBIT	1.5	2.5	3.6	4.3	6.0
REBIT	1.5	2.5	3.6	4.3	6.0
REBIT margin	17.3%	24.0%	23.1%	20.6%	20.9%
Net Interest income (expense)	-0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.2
Other financial income (expense)	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Corporate tax	0.3	0.4	0.8	1.0	1.4
Profit (loss) from affiliates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minority interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net income	0.4	2.1	2.5	3.1	4.3
Net margin	4.7%	20.5%	16.4%	14.8%	15.2%
Shareholder's equity	0.0	4.7	12.2	15.3	19.6
Goodwill		0.0			
Financial debt	0.0	2.7	2.7	2.7	2.7
Cash and cash equivalent		3.1	9.9	9.4	14.0
WCR (% sales)	0.0%	-13.3%	-10.0%	-8.0%	-6.0%
Net gearing	ns	-9.8%	-59.5%	-43.7%	-57.6%
Net debt / Sales	ns	ns	ns	ns	ns
Net debt / EBITDA	ns	ns	ns	ns	ns
Net debt / Cash Flow	ns	ns	ns	ns	ns
Capital intensity (CE/Sales)			0.30	0.32	0.30
ROCE before except. items	ns	ns	51.3%	41.8%	46.4%
Cash flow		2.5	3.3	3.9	5.2
Change in WCR			0.2	0.1	0.0
Net capital expenditures			-1.6	-4.6	-0.6
Free Cash Flow			1.8	-0.6	4.6
FCF yield [Equity]				ns	
Financial investments			0.0	0.0	0.0
Change in debt			0.0	0.0	0.0
Change in shareholder's equity			5.0	0.0	0.0
Dividend paid			0.0	0.0	0.0
Dividend yield					



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