

NOTE

établie par Le Tanneur & Cie

LE TANNEUR & CIE

EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR



Visa de l'Autorité des marchés financiers

En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des Marchés Financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 11-287 en date du 5 juillet 2011 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Le Tanneur & Cie et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des documents comptables et financiers présentés.

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport de Monsieur Emmanuel Dayan du cabinet Détröyat Associés, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Le Tanneur & Cie (www.letanneuretcie.com). Elle est mise gratuitement à disposition du public au siège de Le Tanneur & Cie situé 128 quai de Jemmapes, 75010 Paris.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Le Tanneur & Cie seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat.

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	3
1.1. Description de l'Offre	3
1.2. Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre	3
1.3. Contexte de l'Offre	4
1.4. Existence de liens entre la Société et l'Initiateur	4
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	5
3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	8
4. CLAUSES OU ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	31
4.1. Accords auxquels la Société est partie	31
4.2. Accords dont la Société a connaissance	31
5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	32
5.1. Structure du capital	32
5.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opérations sur titres depuis le 1 ^{er} janvier 2011	32
5.3. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses et conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition des actions	33
5.3.1. <u>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions</u>	33
5.3.2. <u>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote</u>	33
5.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	33
5.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	34
5.6. Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	34
5.6.1. <u>Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs</u>	34
5.6.2. <u>Règles applicables aux modifications des statuts</u>	34
5.7. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	34
5.8. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	35
5.9. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés en cas de démission, licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin à raison d'une offre publique	35
6. AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT LE TANNEUR & CIE	35
7. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	35

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1. Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), Qatar Luxury Group – Fashion S.P.C., société de droit qatari au capital de douze millions de riyals (QAR 12,000,000), dont le siège social est P.O. Box 15604, Doha, Qatar, immatriculée au registre du commerce sous le numéro 44 213 (l'« **Initiateur** » ou « **QLG-F** »), et dont le représentant est Monsieur Gregory Couillard, a déposé le 21 juin 2011 un projet d'offre publique d'achat simplifiée des titres émis par Le Tanneur & Cie, société anonyme au capital de 4.224.759 euros divisé en 4.224.759 actions de un (1) euro de valeur nominale chacune admises aux négociations sur le compartiment C du marché Euronext Paris (ISIN : FR 0000075673), dont le siège social est sis est sis 128, quai de Jemmapes, 75010 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Brive-la-Gaillarde sous le numéro 414 433 797 en cours de transfert de son siège social au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris (« **Le Tanneur & Cie** » ou la « **Société** »), au prix de 6,51 euros par action, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément à l'article 233-1 du règlement général de l'AMF.

1.2. Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre

La Société ayant fait part de son intention de ne pas apporter à l'Offre les 18.358 actions auto-détenues, celle-ci portait, à la date de dépôt du projet d'Offre, sur l'ensemble des 1.880.230 actions de la Société en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, et sur les 56.500 actions de la Société susceptibles d'être émises pendant l'Offre par l'exercice des options de souscription d'actions attribuées à certains salariés et mandataires sociaux de la Société. A la date de dépôt du projet d'Offre, l'Offre portait ainsi sur un maximum de 1.936.730 actions de la Société.

En application de l'article 231-38 III du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a acquis sur le marché 564.069 actions Le Tanneur & Cie au prix unitaire de 6,51 euros lors des séances des 27, 28, 29 et 30 juin 2011. A la clôture de la séance du 30 juin 2011, l'Initiateur détient 2.890.236 actions de la Société, le nombre d'actions en circulation hors auto-détention non détenues, directement ou indirectement par lui, n'est plus que de 1.316.161 et l'Offre ne porte plus, par conséquent, que sur un maximum de 1.372.661 actions de la Société.

La Société a émis des options de souscription d'actions et a attribué gratuitement des actions à certains salariés et mandataires sociaux. Ces options de souscription d'actions et ces actions gratuites sont décrites dans le Document de Référence relatif à l'exercice 2010 déposé par la Société le 28 avril 2011 sous le numéro D.11-0394.

Au 31 décembre 2010, 186.500 actions de la Société étaient susceptibles d'être émises à la suite de l'exercice des options de souscription d'actions (les « **Options de Souscription** »). Au 31 décembre 2010, aucune Option de Souscription d'actions n'avait été exercée. Une partie des Options de Souscription est susceptible d'être exercée avant la clôture de l'Offre. Sous réserve des éventuelles conséquences fiscales liées au non respect des périodes d'indisponibilité fiscale, les titulaires des Options de Souscription pourront apporter à l'Offre les actions qu'ils viendraient à détenir à la suite de l'exercice de ces options.

En outre, 6.384 actions gratuites ont été attribuées par la Société en 2007 (les « **Actions Gratuites** »). Conformément aux dispositions du code de commerce, ces Actions Gratuites sont incessibles durant leur période de conservation et ne peuvent donc être apportées à l'Offre. Il est précisé toutefois que dans l'hypothèse où les Actions Gratuites deviendraient cessibles par anticipation en application des articles L. 225-197-1 et suivants du code de commerce (cause de décès ou d'invalidité de l'attributaire), ces Actions Gratuites pourraient être apportées à l'Offre.

La Société n'a pas émis d'autre valeur mobilière donnant accès, immédiatement ou à terme, à son capital.

1.3. Contexte de l'Offre

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 18 mai 2011 (la « **Date de Réalisation** ») de :

- la totalité des actions de la Société détenues par Saint Germain Participations (soit 370.389 actions) ;
- la totalité des actions de la Société détenues par D&P PME IV (soit 659.864 actions) ;
- la totalité des actions de la Société détenues par le Groupe Familial Descottes (soit 1.295.918 actions).

Le prix par action payé par l'Initiateur pour l'acquisition des actions cédées est égal à six euros et cinquante et un centimes (6,51 €) soit un prix total pour l'ensemble des 2.326.171 actions de la Société acquises par l'Initiateur de quinze millions cent quarante trois et trois cent soixante treize euros vingt et un centimes (15.143.373,21 €). Aucune clause de complément de prix ou d'ajustement de prix n'est prévue dans les contrats d'acquisition conclues entre les cédants et l'Initiateur.

Aux termes de ces contrats d'acquisition, il a été notamment convenu que chaque cédant consente à l'Initiateur les garanties usuelles relatives notamment à leurs pouvoirs et capacité pour conclure les conventions d'acquisition ainsi qu'à la propriété des actions cédées par chacun d'eux.

En outre, Monsieur Hervé Descottes et la société Financière Descottes ont consenti un certain nombre de déclarations et garanties complémentaires.

A la Date de Réalisation, le conseil d'administration de la Société a (i) coopté Messieurs Gregory Couillard, Jean Lebras et Thomas Pecenka en qualité d'administrateurs en remplacement des administrateurs démissionnaires (Madame Jocelyne Descottes, Messieurs René Brun et Alain Fauqueur), (ii) nommé Monsieur Gregory Couillard en qualité de président du conseil d'administration en remplacement de Monsieur Hervé Descottes, démissionnaire et (iii) désigné Monsieur Emmanuel Dayan, représentant du cabinet d'expertise indépendante Détroyat Associés en qualité d'expert indépendant, à l'effet d'agir dans le cadre de l'Offre conformément aux prescriptions des articles 261-1 et suivants du règlement général AMF.

1.4. Déclarations de franchissements de seuils et déclaration d'intentions

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, l'Initiateur a déclaré le 20 mai 2011, à l'AMF et à la Société, avoir franchi en hausse le 18 mai 2011 les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital social et des droits de vote de la Société, et a déclaré son intention de déposer, conformément à la réglementation applicable, un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la Société. Cette déclaration a été publiée par l'AMF le 23 mai 2011 sous le numéro 211C0742.

Par ailleurs, par courrier en date du 23 mai 2011 adressé à la Société, l'Initiateur a déclaré avoir franchi les seuils statutaires de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3 et 50% du capital et des droits de vote de la Société.

De même :

- Saint Germain Participations a déclaré le 18 mai 2011 à l'AMF avoir franchi en baisse, le 18 mai 2011, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune action de la Société. Cette déclaration a été publiée par l'AMF le 23 mai 2011 sous le numéro 211C0711 ;
- la société Financière Descottes Fides a déclaré le 23 mai 2011 à l'AMF avoir franchi en baisse, le 18 mai 2011, les seuils de 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune action de la Société. En outre, le concert constitué entre la société Financière Descottes Fides, Madame Jocelyne Descottes et Messieurs Hervé Descottes et Guillaume Descottes a déclaré avoir franchi en baisse, le 18 mai 2011, les seuils de 30%, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune action de la Société. Cette déclaration a été publiée par l'AMF le 24 mai 2011 sous le numéro 211C0756 ;
- D&P PME IV a déclaré le 26 mai 2011 à l'AMF avoir franchi en baisse, le 18 mai 2011, les seuils de 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société, et ne plus détenir aucune action de la Société. Cette déclaration a été publiée par l'AMF le 27 mai 2011 sous le numéro 211C0787.

Enfin, à la suite de l'acquisition par l'Initiateur le 27 juin 2011 sur le marché de 524.010 actions de la Société, conformément à l'article 231-38 III du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'Initiateur a déclaré le 29 juin 2011 à l'AMF et à la Société, avoir franchi en hausse, le 27 juin 2011, le seuil des 2/3 du capital et des droits de vote de la Société. Cette déclaration a été publiée par l'AMF le 29 juin 2011 sous le numéro 211C1098.

La réalisation des cessions de blocs a fait l'objet d'un communiqué de presse diffusé par la Société et l'Initiateur le 18 mai 2011.

1.5. Existence de liens entre la Société et l'Initiateur

Préalablement aux discussions menées en vue de la réalisation des cessions de blocs décrites au paragraphe 1.3 ci-dessus (Contexte de l'Offre), il n'existait aucun lien entre l'Initiateur et la Société ou leurs dirigeants et administrateurs respectifs.

Par ailleurs, la Société n'est partie à aucun accord avec l'Initiateur, à l'exception de l'accord de confidentialité en date du 25 novembre 2010.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le conseil d'administration de Le Tanneur & Cie s'est réuni le 23 juin 2011, sous la présidence de Monsieur Grégory Couillard, président du conseil d'administration, à l'effet de rendre, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, un avis motivé sur l'intérêt que présente le projet d'offre publique de Qatar Luxury Group - Fashion S.P.C. ou sur les conséquences de celle-ci pour Le Tanneur & Cie, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés.

Le conseil d'administration a examiné le projet de note d'information de QLG-F, exposant notamment les conditions, motifs et intentions de QLG-F, ainsi que le projet de note d'information en réponse de Le Tanneur & Cie.

Monsieur Emmanuel Dayan, du cabinet Detroyat, désigné comme expert indépendant par Le Tanneur & Cie conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'Autorité des Marchés

Financiers, a remis et présenté son rapport au conseil d'administration. Le conseil d'administration de Le Tanneur & Cie a pris connaissance de ce rapport, qui conclut au caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat de QLG-F.

En ce qui concerne l'intérêt de l'offre pour Le Tanneur & Cie et ses salariés, le conseil d'administration a notamment pris en considération les éléments suivants :

- QLG-F croit au potentiel de développement de Le Tanneur & Cie et de ses marques Le Tanneur et Soco, tant du fait de sa capacité industrielle que de l'expérience et du savoir-faire de ses salariés dans la réalisation de produits de qualité pour le marché du luxe ;
- QLG-F souhaite par ailleurs soutenir l'activité de sous-traitance et continuer à investir dans des unités de production complémentaires de façon à répondre à la demande croissante de grands groupes de luxe français reconnus ;
- QLG-F entend cultiver cette tradition d'excellence et développer les activités de Le Tanneur & Cie en France. La création d'une unité de production additionnelle sera ainsi maintenue et les investissements seront alignés sur les besoins des clients de l'activité de sous-traitance ;
- QLG-F n'envisage pas d'opération de fusion, de réorganisation, de liquidation, ou de transfert d'une partie substantielle des actifs de Le Tanneur & Cie ou de ses filiales ;
- conformément aux décisions prises par le conseil d'administration de Le Tanneur & Cie lors de sa réunion du 18 mai 2011, Monsieur Hervé Descottes sera maintenu dans ses mandats d'administrateur et de directeur général de Le Tanneur & Cie pendant une durée minimum de 12 mois ;
- QLG-F a fait savoir que l'Offre portant sur le solde du capital de Le Tanneur & Cie n'entraînera aucune conséquence pour le personnel de Le Tanneur & Cie et de ses filiales ;
- en outre, QLG-F offrira, préalablement à la mise en œuvre d'un éventuel retrait obligatoire des actions de Le Tanneur & Cie, aux bénéficiaires d'Options de Souscription et aux porteurs d'Actions Gratuites, si nécessaire, qui ne seront pas en mesure de céder dans le cadre dudit retrait leurs actions résultant de l'exercice des Options de Souscription ou de l'acquisition définitive des Actions Gratuites, compte tenu des périodes d'exercice des Options de Souscription ou de conservation des Actions Gratuites, d'acquiescer lesdites actions dès lors qu'ils pourront les céder.

En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de Le Tanneur & Cie, le conseil d'administration a pris connaissance du rapport de l'expert indépendant, lequel conclut que :

« Les résultats de nos travaux d'évaluation sont rappelés dans le tableau ci-après :

Fourchette de valeurs des fonds propres par action
Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 6,51 € par action

Méthode d'évaluation :

DCF (retenue à titre principal)	5,05 € +28,8%	5,89 € +10,5%
Comparables boursiers (retenue à titre secondaire)	5,18 € +25,7%	6,29 € +3,5%

Références d'évaluation :

<i>Actif net comptable consolidé au 31/12/10</i>	2,81 € +131,8%	
<i>Cours de bourse (Moyennes pondérées 3 mois et 12 mois au 10 mai 2011)</i>	4,25 € +53,2%	5,20 € +25,3%
<i>Acquisition par QLG de la majorité du capital en mai 2011 (55,06% du capital)</i>	6,51 € +0,0%	
<i>Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription en juin 2009 (indexée sur la performance du CAC Small entre le 10/06/09 et le 10/05/11)</i>	2,62 € +148,5%	

Compte tenu des difficultés rencontrées pour prendre en compte dans le taux d'actualisation les risques propres à l'activité de Fabrication pour maisons de luxe (cf section VIII.b.3.), les valeurs issues de la Méthode DCF présentées dans le tableau ci-dessus correspondent à des majorants de la valeur par action LTC. Il en va de même pour la Méthode des comparables boursiers, mise en œuvre à partir d'un échantillon constitué exclusivement de sociétés de distribution spécialisée.

Nous constatons que le prix d'Offre de 6,51 euros par action est supérieur à ces valeurs issues de notre analyse DCF, mais également aux résultats de la Méthode des comparables boursiers ainsi qu'aux références retenues dans nos travaux (actif net comptable consolidé au 31 décembre 2010, prix d'acquisition de la majorité du capital de la Société en mai 2011 et conditions financières de l'augmentation de capital en juin 2009).

Enfin, le prix d'Offre est supérieur au dernier cours de bourse avant l'annonce du 10 mai 2011 et à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes échangés au cours des trois et douze derniers mois (respectivement +25,3% et +53,2%).

Dans ces conditions, nous estimons qu'à la date du présent Rapport, le prix de 6,51 euros par action proposé par QLG est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de LTC, dans le cadre de la présente Offre. »

Le conseil d'administration a noté que QLG-F se réservait la faculté, dans l'hypothèse où elle viendrait à détenir, directement ou indirectement, au moins 95% du capital et/ou des droits de vote de Le Tanneur & Cie, de déposer auprès de l'AMF une demande de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, selon les résultats de l'Offre et à l'issue, le cas échéant, d'une offre publique de retrait visant les actions de Le Tanneur & Cie qui ne seront pas encore détenues directement ou indirectement par QLG-F. Dans ce cas, un expert indépendant sera désigné aux fins d'émettre un avis sur les conditions et modalités du retrait obligatoire.

Au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, le conseil d'administration de Le Tanneur & Cie, statuant à l'unanimité de ses membres présents et représentés, a considéré que le prix de 6,51 euros par action était équitable et que le projet d'offre publique de QLG-F était conforme aux intérêts des actionnaires en ce qu'il représente une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate. Il a en conséquence recommandé aux actionnaires de Le Tanneur & Cie d'apporter leurs titres à l'Offre déposée par QLG-F.

Le conseil d'administration de Le Tanneur & Cie a décidé, à l'unanimité et en accord avec QLG-F, de ne pas apporter à l'Offre les 18.358 actions de Le Tanneur & Cie auto-détenues.

Le conseil d'administration de Le Tanneur & Cie a d'autre part décidé, à l'unanimité, de ne pas apporter à l'offre chaque action de Le Tanneur & Cie que détient chacun des membres du conseil d'administration.

Le conseil d'administration de Le Tanneur & Cie a par ailleurs autorisé Monsieur Hervé Descottes, Directeur général, à finaliser et signer la note d'information en réponse de la société.

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, l'expert indépendant a rendu le rapport suivant :

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ LE TANNEUR & CIE

RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE

Détroyat Associés S.A.

(Articles 261-1 à 262-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers)

En application de l'article 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), Qatar Luxury Group - Fashion S.P.C, société dont le siège social est situé à Doha dans l'émirat du Qatar (ci-après « **QLG** » ou l'« **Initiateur** »), s'est engagé à offrir aux actionnaires de la société Le Tanneur & Cie, société anonyme au capital de 4 224 759 euros dont le siège social est 128, quai de Jemmapes, 75010 Paris (« **LTC** » ou la « **Société** » et, conjointement avec ses filiales et participations, le « **Groupe** ») d'acquérir la totalité de leurs actions au prix unitaire de 6,51 euros dans le cadre du présent projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **Offre** »).

Le Tanneur & Cie est une société de maroquinerie française. Elle a été créée en 1997 aux fins de reprendre les fonds de commerce des sociétés Andrelux et Andrelux Industrie alors en redressement judiciaire. Fondée en 1946, la société Andrelux était spécialisée dans la production de petite maroquinerie haut-de-gamme. Elle avait fait l'acquisition en 1980 de la marque Soco et de son site industriel de Bort-les-Orgues en Corrèze et, en 1986, de la société Le Tanneur dont l'origine remonte à 1895.

En avril 2000, Le Tanneur & Cie a été introduite sur le second marché de la Bourse de Paris (aujourd'hui Euronext Compartiment C). Son capital était précédemment détenu en proportions comparables par (i) le groupe familial de son dirigeant, M. Hervé Descottes, (ii) le groupe Louis Vuitton Malletier et (iii) des partenaires financiers dont le fonds Développement & Partenariat. En 2006, Louis Vuitton Malletier a cédé sa participation au capital de LTC à M. Hervé Descottes et au fonds Développement & Partenariat PME IV.

Qatar Luxury Group - Fashion S.P.C est une société de droit qatari, détenue à 100% par Qatar Luxury Group S.P.C, elle-même contrôlée par Qatar Foundation for Education, Science and Community Development, fondation privée de droit qatari créée par l'Emir du Qatar. QLG a pour ambition de rassembler et de développer des marques de luxe de dimension internationale et de contribuer à la diversification économique de l'émirat du Qatar.

Le 18 mai 2011, QLG a fait l'acquisition, au prix unitaire de 6,51 euros, de 2 326 171 actions LTC attachées à autant de droits de vote, soit 55,06% du capital et 54,73% des droits de vote de LTC (sur la base d'un capital de LTC constitué de 4 224 759 actions et, à cette date, de 4 249 979 droits de vote), dont :

- ▶ 370 389 actions représentant la totalité de la participation de la SARL Saint Germain Participations au capital de LTC ;
- ▶ 659 864 actions représentant la totalité de la participation détenue par la société par actions simplifiée Développement & Partenariat PME IV ;

- 1 295 918 actions représentant la totalité de la participation détenue par le concert constitué entre la société Financière Descottes, Madame Jocelyne Descottes et MM. Hervé Descottes et Guillaume Descottes.

(Ces trois ensembles d'actions sont ci-après désignés par : les « **Blocs d'Actions** »).

Par courriers en date des 14, 19 et 20 juin 2011, les représentants des sociétés cédantes et de QLG nous ont confirmé que l'achat des trois blocs de titres ci-avant a été réalisé au prix unitaire de 6,51 euros et qu'aucun complément de prix de quelque nature que ce soit n'a été concédé ou obtenu dans le cadre de ces achats d'actions, ni par QLG ou ses sociétés liées, ni par les sociétés cédantes ou leurs affiliés.

Détroyat Associés a été désigné en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre par le conseil d'administration de LTC réuni le 18 mai 2011. Lors de ce conseil d'administration, trois représentants de QLG ont été cooptés administrateurs en remplacement de trois administrateurs démissionnaires. M. Grégory Couillard, dirigeant de QLG, a été nommé président du conseil d'administration de LTC, en remplacement de M. Hervé Descottes. M. Descottes demeure administrateur et directeur général de LTC, pour une durée minimum de 12 mois renouvelable.

Détroyat Associés intervient en application de l'article 261-1 alinéas I-1 et I-2 du règlement général de l'AMF. Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») est établi au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du conseil d'administration de LTC. Il a pour objectif de permettre au conseil d'administration d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre son avis motivé.

Le Rapport n'a pas été établi dans la perspective d'un retrait obligatoire. L'Initiateur se réserve néanmoins la faculté, sous réserve d'atteinte des seuils de participation réglementaires, de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un tel retrait obligatoire dans les trois mois de la clôture de l'Offre ou d'initier une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions de la Société qui ne seraient pas encore détenues par l'Initiateur. Dans ces deux cas, un expert indépendant aurait à se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières qui seraient proposées par l'Initiateur dans la perspective d'un retrait obligatoire.

I. Contexte et motifs de l'Offre

En novembre 2010, QLG, par l'intermédiaire de son conseil financier Ernst & Young Corporate Finance, a pris contact avec M. Hervé Descottes – alors président directeur général et principal actionnaire de LTC – et fait état de son intérêt pour acquérir le contrôle de LTC. Après avoir conclu un accord de confidentialité en date du 25 novembre 2010 lui permettant d'avoir accès à des informations comptables, financières et juridiques sur LTC, QLG a adressé le 19 janvier 2011 une lettre d'offre indicative à M. Descottes, sur l'acquisition de sa participation au capital de LTC. En parallèle, QLG a adressé deux lettres d'offre indicatives aux sociétés Développement & Partenariat PME IV et Saint Germain Participations. Du 17 février 2011 au 25 mars 2011, QLG et ses conseils ont eu accès à une salle d'information (« **data room** ») contenant des informations de nature commerciale, financière, juridique et comptable sur LTC et ses filiales. Le 16 mai 2011, le groupe familial Descottes, actionnaire de référence de LTC à hauteur de 30,67% du capital, a conclu un contrat de cession et d'acquisition d'actions aux termes duquel il s'est engagé à céder, sous certaines conditions suspensives, la totalité de sa participation à QLG au prix de 6,51 euros par action (ci-après le « **Contrat** »). Développement & Partenariat PME IV (15,62% du capital) et Saint Germain Participations (8,77% du capital) ont par ailleurs conclu avec QLG des contrats de cession et d'acquisition d'actions en date des 10 et 11 mai 2011 aux termes desquels ils se sont engagés à céder la totalité de leurs participations respectives à QLG au prix de 6,51 euros par action, sous la condition suspensive de la cession par le groupe familial Descottes de sa participation dans le capital de la Société.

Les conditions suspensives stipulées dans le Contrat ayant été remplies ou QLG y ayant renoncé, selon le cas, QLG a acquis le 18 mai 2011 les Blocs d'actions, soit 2 326 171 actions représentant à cette date 55,06% du capital et 54,73% des droits de vote de LTC.

Dirigeant et actionnaire de référence de LTC depuis sa création, M. Hervé Descottes (64 ans) a ainsi cédé sa participation à un groupe qatari désireux d'acquérir et de développer des marques internationales de luxe et qui a exprimé son intention de poursuivre le développement des deux activités de LTC (fabrication pour maisons de luxe et distribution sous marques propres).

II. Présentation de Détroyat Associés

Créée en 1968, Détroyat Associés est une société indépendante, spécialisée dans l'évaluation d'entreprise et d'instruments financiers. Elle conduit des missions de conseil et d'expertise indépendante en finance d'entreprise dans de nombreux secteurs d'activités, pour le compte de sociétés cotées ou non cotées. Elle est établie sous forme de société anonyme dont le siège social est situé 5, avenue Matignon à Paris 8°. Son capital est intégralement détenu par ses associés.

Détroyat Associés dispose de bases de données de marché propriétaires, régulièrement mises à jour et commercialisées par abonnement. Ses bases de données recouvrent notamment la détermination de primes de risque Actions sur plusieurs indices boursiers européens.

Depuis 1994, les autorités de marché françaises ont formalisé les procédures de retrait de la cote des sociétés en rendant obligatoire l'intervention d'un expert indépendant pour attester du caractère équitable des conditions d'indemnisation des actionnaires. Avec plus d'une centaine d'expertises réalisées depuis cette date, Détroyat Associés s'est imposé comme l'un des premiers intervenants de ce marché qui a été élargi par les évolutions successives de la réglementation boursière sur l'expertise indépendante et le recours croissant des entreprises aux missions de cette nature.

La liste des missions d'expertise indépendante conduites depuis vingt-quatre mois par Détroyat Associés figure en annexe du présent Rapport.

III. Attestation d'indépendance

Détroyat Associés n'entretient aucun lien juridique, capitalistique ou économique avec les sociétés concernées par l'Offre (société cible, Initiateur et actionnaires de l'Initiateur).

Détroyat Associés ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'Instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de nous avec LTC, QLG et ses actionnaires et leurs conseils financiers susceptibles d'affecter notre indépendance ou l'objectivité de notre jugement dans le cadre de la présente mission.

IV. Diligences effectuées par Détroyat Associés

La mission d'expertise indépendante confiée à Détroyat Associés a été conduite sous la responsabilité d'Emmanuel Dayan, Associé, assisté d'un analyste financier. Un contrôle qualité sur la cohérence et la pertinence des méthodologies mises en œuvre a été réalisé par Philippe Leroy, Associé.

Les diligences conduites depuis notre désignation le 18 mai 2011 ont eu pour objet d'appréhender le contexte de l'Offre et d'apprécier les conditions financières proposées aux actionnaires minoritaires par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

Nous avons pour cela participé à des réunions de travail à Paris et à Belley (Ain) ainsi qu'à des conférences téléphoniques avec le directeur général et la directrice financière de LTC.

Nous avons également visité avec le directeur général adjoint de LTC le site de fabrication de Bort-les-Orgues (Corrèze), dans lequel LTC conduit son activité de fabrication d'articles de maroquinerie pour maisons de luxe.

Des échanges téléphoniques et des réunions de travail ont été conduits avec l'équipe d'Oddo Corporate Finance qui intervient en qualité d'établissement présentateur de l'Offre.

Enfin, nous avons eu accès à la data-room rassemblée par la Société pour QLG en février dernier avec le concours et dans les locaux du cabinet Veil Jourde.

Les échanges conduits avec nos interlocuteurs ont porté notamment sur (i) l'activité du Groupe et son positionnement concurrentiel, (ii) les comptes consolidés historiques de LTC jusqu'à l'exercice 2010, (iii) les états de contrôle de gestion analytiques sur les trois derniers exercices, (iv) le budget 2011 et les perspectives d'activité du Groupe sur les prochains exercices dans son périmètre actuel et (v) les facteurs de risque susceptibles d'affecter les performances attendues.

Dans le cadre de l'exécution de notre mission, nous avons examiné différents documents et éléments d'information communiqués par la Société à notre demande ou en réponse à nos questions. La liste des principaux documents utilisés est indiquée en annexe du présent Rapport.

A partir des comptes consolidés et des états analytiques historiques de LTC, nous avons mis en œuvre une modélisation financière de LTC qui distingue (i) les activités de fabrication pour maisons de luxe, (ii) les activités de commercialisation de produits de maroquinerie sous marques propres, (iii) les frais centraux. Les activités de marques propres ont été appréhendées distinctement en fonction des modes de distribution (magasins en propre, magasins affiliés, grands magasins, détaillants multimarques et activités export). Les hypothèses retenues dans ces travaux de modélisation ont fait l'objet d'échanges avec M. Hervé Descottes, notamment sur l'évolution anticipée du parc de magasins à l'enseigne Le Tanneur et sur la cohérence d'ensemble des données financières prospectives ainsi obtenues.

Nous n'avons effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de la Société et de ses filiales et participations. Nous n'avons effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont LTC fait ou pourrait faire l'objet.

De manière générale, nous avons tenu pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui nous ont été communiqués ou auxquels nous avons eu accès sans que nous puissions encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations.

Nous avons par ailleurs :

- ▶ analysé les performances financières et boursières historiques de certaines sociétés cotées dans le secteur de la distribution spécialisée et examiné les anticipations financières des analystes sur ces sociétés ;
- ▶ recherché des informations à la disposition du public sur certaines transactions associant des sociétés dont l'activité peut être considérée, à certains égards, comme similaire à celle de LTC ;
- ▶ revu tout autre document et conduit toute autre étude, analyse ou investigation qui nous ont semblé appropriés.

V. Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation des termes de l'Offre

Nous n'avons pas eu connaissance d'accords auxquels l'Initiateur serait partie et qui pourraient avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre.

Le conseil d'administration de LTC du 18 mai 2011, après cooptation des nouveaux administrateurs représentant QLG, a souligné l'importance pour la Société et l'Initiateur d'associer M. Hervé Descottes au développement de la Société et exprimé son souhait qu'il demeure dans ses fonctions opérationnelles de directeur général pour une durée minimum de 12 mois renouvelable. Parallèlement, M. Hervé Descottes continuera d'exercer ses fonctions de prestataire de services par l'intermédiaire de la société Financières Descottes – Fides SARL (« **Fides** ») au titre du contrat de mission, de conseil et d'assistance conclu le 3 novembre 1997 entre Fides et LTC qui sera maintenu en l'état pour une durée minimum de 12 mois renouvelable.

Dans ce cadre, M. Hervé Descottes percevra, en plus des jetons de présence éventuellement alloués au titre de son mandat d'administrateur, la rémunération prévue par le contrat de mission, de conseil et d'assistance établi entre Fides et LTC.

La rémunération perçue par Fides au titre de ce contrat est rappelée dans les documents de référence de la Société, au titre des informations relatives aux transactions réalisées avec les parties liées.

Par ailleurs, nous avons eu connaissance des contrats de cession et d'acquisition d'actions conclus entre d'une part (i) Développement & Partenariat PME IV, (ii) Saint-Germain Participations et (iii) le groupe familial Descottes et QLG d'autre part, respectivement en date des 10 mai 2011, 11 mai 2011 et 16 mai 2011. Ces contrats ne font état d'aucun complément de prix, de quelque nature que ce soit, par rapport au prix unitaire de cession de 6,51 euros.

Par ailleurs, le groupe familial Descottes a consenti à l'Initiateur des garanties spécifiques, susceptibles d'entraîner une indemnisation limitée de l'Initiateur en cas de réalisation de risques particuliers relatifs à LTC.

Enfin, par courrier en date du 19 juin 2011, M. Grégory Couillard, Chief Executive Officer de QLG, nous a précisé que : « *[QLG], ses filiales et sociétés liées, n'ont concédé aux cédants aucun avantage particulier (sous réserve de ce qui est mentionné ci-dessous) et que la seule contrepartie à l'acquisition de ces titres a été le versement par notre société d'un montant de 6,51 euros par action Le Tanneur & Cie cédée. A l'exception du maintien pour une durée minimum de 12 mois renouvelable (i) de Monsieur Hervé Descottes dans son mandat d'administrateur et dans ses fonctions opérationnelles de directeur général et (ii) du contrat de mission, de conseil et d'assistance conclu le 3 novembre 1997 entre la société Financière Descottes et Le Tanneur & Cie, il n'existe aucun engagement de quelque nature que ce soit entre notre société, ses filiales et sociétés liées, et le groupe familial Descottes, Développement & Partenariat PME IV et Saint Germain Participations. En particulier, aucun complément de prix n'a été concédé aux Cédants et aucun engagement de quelque nature que ce soit n'a été pris vis-à-vis des Cédants (sous réserve de ce qui est mentionné ci-dessus), outre le versement d'un montant de 6,51 euros par action Le Tanneur & Cie cédée* ».

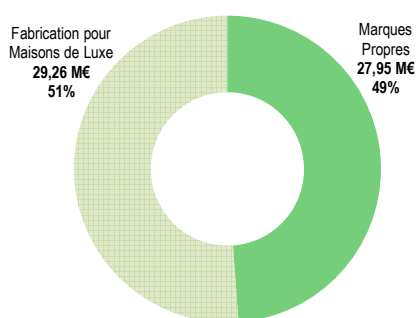
Nous avons par ailleurs reçu des représentants des trois cédants des Blocs d'Actions des courriers en date des 14 et 20 juin 2011 confirmant l'absence de complément de prix.

VI. Activités de LTC

LTC conduit deux activités distinctes qui contribuent chacune pour environ la moitié au chiffre d'affaires de la Société :

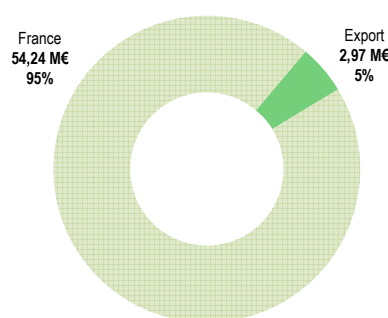
- ▶ une activité de fabrication d'articles de maroquinerie pour compte de tiers sur le site industriel de Bort-les-Orgues (Corrèze) ;
- ▶ une activité de conception et de commercialisation d'articles de maroquinerie sous marques propres (Le Tanneur, Soco et Air France by Le Tanneur) distribués dans des boutiques dédiées ou dans les grands magasins et par l'intermédiaire de détaillants multimarques et d'exportateurs.

Chiffre d'affaires 2010 par activité



Total CA : 57,21 M€
Source : Document de référence 2010

Chiffre d'affaires 2010 par zone géographique



Fabrication pour maisons de luxe

L'activité de fabrication pour compte de tiers s'appuie sur le savoir-faire des 350 employés de LTC qui travaillent dans les deux ateliers du site industriel de Bort-les-Orgues (Corrèze). L'activité est conduite principalement pour le compte d'une grande maison de luxe française, client historique du Groupe.

Les deux ateliers occupent une surface d'environ 7 500 m² et ont une capacité de production annuelle de plus de 200 000 pièces de maroquinerie. Le chiffre d'affaires correspond au produit du nombre d'heures travaillées par un coût horaire qui fait l'objet d'une négociation annuelle. Pour son principal client, LTC achète les matières premières auprès de fournisseurs agréés et les refaiture en complément du travail de façon. Les pièces sont fabriquées et livrées en flux tendu. Elles bénéficient du label « *Made in France* » et sont destinées principalement à une clientèle internationale.

Le rythme de l'activité du site de Bort-les-Orgues dépend des besoins des donneurs d'ordre et de leur souhait de confier une partie limitée de leur production à LTC. L'essentiel de la fabrication des produits de maroquinerie des maisons de luxe clientes reste aujourd'hui conduit dans leurs propres ateliers et il existe différents prestataires concurrents en France auxquels la fabrication de certaines pièces ou ensembles peut être déléguée.

La croissance générale des volumes de vente des maisons de luxe à l'international, le savoir-faire des employés de Bort-les-Orgues, les investissements entrepris et la qualité de la gestion du site ont permis le maintien d'un niveau d'activité important et tendanciellement en croissance ces dernières années.

Chiffre d'affaires de l'activité Fabrication pour maisons de luxe depuis 2002



Source : Documents de référence

Historiquement, LTC a dégagé sur cette activité une rentabilité d'exploitation supérieure à celle observée sur l'activité de commercialisation des produits de marques propres.

L'activité de fabrication pour maisons de luxe demeure néanmoins soumise à un risque de réduction des volumes confiés par les donneurs d'ordre et à des pressions tarifaires.

A l'occasion de la prise de contrôle de LTC par QLG, le contrat triennal qui lie LTC à son principal donneur d'ordre a été prorogé par avenant jusqu'au 31 décembre 2014. Il encadre la relation commerciale mais n'offre qu'une protection limitée à la Société face au risque de dépendance que supporte cette activité à l'égard de son principal client. Dans un contexte actionnarial différent, la baisse des volumes confiés en fabrication au site de Bort-les-Orgues a contribué aux difficultés financières qu'a connues la société Andrelux dans les années 1990 et qui ont conduit in fine à sa mise en redressement judiciaire en 1997.

Marques propres

LTC a une activité de conception et de distribution sous marques propres d'articles de maroquinerie dont la fabrication est externalisée (principalement au Maroc, en Chine et en Inde).

Les marques aujourd'hui exploitées par LTC sont :

- ▶ Le Tanneur (81% du chiffre d'affaires consolidé 2010 de l'activité Marques propres) ;
- ▶ Soco (8% du CA 2010) ;
- ▶ Air France by Le Tanneur (10% du CA – Maroquinerie de voyage sous licence de marque Air France depuis 2008).

Les articles commercialisés sont des produits de qualité, qui correspondent à un positionnement moyen/haut-de-gamme, mais qui n'ont pas pour ambition de rivaliser avec les produits de maroquinerie distribués par les marques de luxe françaises ou italiennes.

LTC distribue en marques propres plus d'un millier de produits à travers des lignes suivies et deux nouvelles collections par an :

- ▶ sacs à main (environ 40% du chiffre d'affaires) ;
- ▶ articles de petite maroquinerie (env. 25% du CA) ;
- ▶ produits de maroquinerie masculine ou de travail (env. 25% du CA) ;
- ▶ articles de maroquinerie de voyage sous licence de marque Air France (env. 10% du CA).

Depuis 1997, la société s'est recentrée sur ses marques principales, Le Tanneur et Soco, en cédant ou arrêtant la commercialisation de marques sous licence (Renoma, Michael Kors) et de marques propres (Tann's, Lorenzo, Upla). Parallèlement, le groupe a intensifié ses efforts de marketing et de communication pour renforcer la notoriété de la marque Le Tanneur.

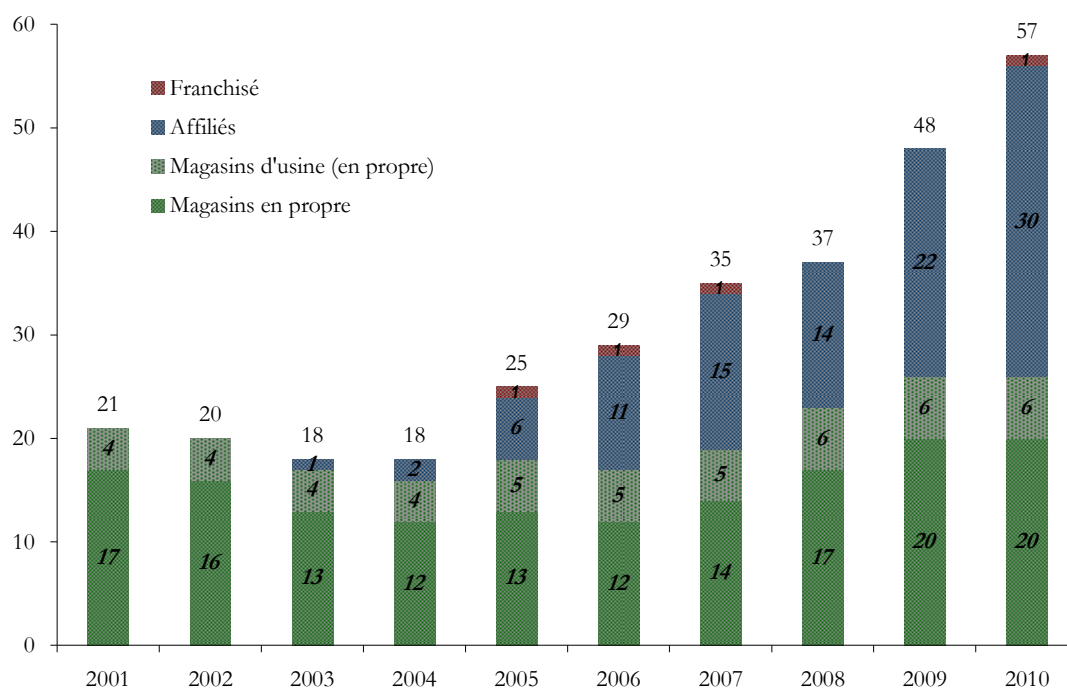
Historiquement, le mode de distribution dominant des produits de marques propres est le réseau des détaillants multimarques en maroquinerie et les lieux de vente dédiés dans les grands magasins. Depuis sa reprise par Hervé Descottes en 1997, la Société a mis en œuvre une politique de distribution contrôlée en privilégiant l'ouverture de boutiques à l'enseigne Le Tanneur, en centre-ville et dans les galeries commerciales.

Afin d'accélérer le développement de son réseau de boutiques, LTC a développé à partir de 2004 un mode d'affiliation en distribution exclusive dans lequel LTC conserve la propriété des stocks et reverse à l'affilié une commission sur le chiffre d'affaires de la boutique.

Au 31 décembre 2010, le réseau de détail à l'enseigne Le Tanneur était constitué de 53 points de vente en France, deux en Belgique, un au Luxembourg et un en Algérie. Le réseau comprend 26 boutiques détenues en propre (dont six magasins d'usine) et 31 boutiques en affiliation ou en franchise. Par l'étendue de son parc de boutiques, Le Tanneur est aujourd'hui la première enseigne de maroquinerie en France.

LTC exploite par ailleurs un site internet marchand pour la commercialisation des produits de marques propres.

Parc de boutiques à l'enseigne Le Tanneur depuis 2001



Source : Documents de référence

Les produits de maroquinerie commercialisés par LTC ont des cycles de renouvellement longs (deux ans environ pour un sac à main, sept ans pour une serviette, 10 ans pour un portefeuille). LTC, qui conserve une image fortement masculine à travers le positionnement historique de la marque Le Tanneur, s'attache à développer ses lignes féminines et à renforcer sa notoriété sur ce segment de clientèle dont les volumes d'achat sont plus importants.

En France, la consommation d'articles de voyages et de maroquinerie correspond à un marché d'environ 2,5 milliards d'euros, dominé en volume par des produits d'importation en provenance d'Asie dont les prix moyens sont très inférieurs à ceux de LTC. La croissance des volumes à prix réduit met en difficulté le modèle historique de distribution multimarques via des établissements le plus souvent indépendants et aux coûts fixes élevés. Dans ce contexte, l'intégration de la distribution dans un réseau exclusif permet aux entreprises du secteur de mieux contrôler leur image et de rehausser leurs marques en conservant la maîtrise des prix. Ce choix, qui correspond à la stratégie retenue par LTC depuis 1997, nécessite des investissements importants dans la constitution d'un réseau de succursales (préalablement au développement d'un réseau d'affiliés) et des charges de marketing et de communication pour renforcer la notoriété de l'enseigne.

Avec plus de 50 boutiques en France à l'enseigne Le Tanneur, le potentiel de développement de nouvelles boutiques sur le territoire national est désormais limité. L'ambition des dirigeants de LTC est d'étendre le réseau de boutiques des marques propres dans d'autres pays d'Europe (avec notamment l'ouverture d'une succursale en Allemagne en 2011) en complétant le réseau français par des ouvertures ciblées. La société ne dispose pas cependant d'un plan stratégique formalisé avec les éléments financiers associés à ces développements d'activité.

VII. Données financières historiques

VII.a. Compte de résultat

Données consolidées (au 31/12, en M€)	2006	2007	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	47,1	49,6	56,8	53,3	57,2
<i>Croissance (%)</i>	3,0%	5,4%	14,4%	-6,2%	7,4%
Résultat opérationnel courant	0,2	0,6	0,5	0,2	1,3
<i>Marge opérationnelle courante(%)</i>	0,5%	1,2%	1,0%	0,4%	2,3%
Résultat opérationnel	0,5	0,5	1,2	0,3	1,7
<i>Marge opérationnelle (%)</i>	1,0%	1,1%	2,1%	0,6%	2,9%
Résultat net part du groupe	0,3	0,2	1,6	(0,8)	0,7
<i>Marge nette (%)</i>	0,5%	0,4%	2,8%	-1,6%	1,2%

Source : Société

VII.b. Données de bilan

Données consolidées (au 31/12, en M€)	2006	2007	2008	2009	2010
Capitaux propres	7,8	7,8	9,5	11,3	11,8
Endettement financier net	7,6	7,8	9,6	5,3	9,9
Dettes financières	9,9	9,2	12,0	7,0	10,2
Dettes liées aux crédits-baux	0,7	0,5	0,3	0,5	1,6
Liquidités et quasi-liquidités	(2,9)	(1,8)	(2,7)	(2,2)	(2,0)
Provisions	1,6	1,5	1,6	2,0	2,1
Pensions et retraites	1,3	1,3	1,4	1,6	1,7
Autres provisions	0,3	0,2	0,2	0,4	0,5
Capitaux employés	17,0	17,1	20,7	18,6	23,8
Actif immobilisé	6,2	6,6	8,5	8,5	9,2
<i>Dont immobilisations incorporelles</i>	<i>2,4</i>	<i>2,8</i>	<i>3,4</i>	<i>3,7</i>	<i>4,0</i>
<i>Dont immobilisations corporelles</i>	<i>2,9</i>	<i>3,3</i>	<i>3,6</i>	<i>3,4</i>	<i>4,4</i>
<i>Dont autres actifs non courants</i>	<i>0,9</i>	<i>0,4</i>	<i>1,4</i>	<i>1,5</i>	<i>0,8</i>
Besoin en fonds de roulement	10,8	10,5	12,3	10,1	14,6

Source : Société

VIII. Travaux d'évaluation

L'évaluation de la Société est réalisée à partir des comptes consolidés arrêtés au 31 décembre 2010.

Afin d'établir une fourchette d'évaluation par action LTC, nous avons mis en œuvre une approche multicritères qui intègre les méthodes d'évaluation suivantes :

- (i) une approche intrinsèque, retenue à titre principal, par actualisation des flux futurs de trésorerie du Groupe (la « **Méthode DCF** ») ;
- (ii) une approche analogique, retenue à titre secondaire, par référence à l'appréciation boursière de sociétés cotées dans le secteur de la distribution spécialisée (la « Méthode des comparables boursiers ») ;

Par ailleurs, nous avons complété notre analyse en prenant en compte, à titre de références d'évaluation :

- l'actif net consolidé part du groupe de la Société au 31 décembre 2010 ;
- les volumes de titres échangés sur les douze derniers mois et l'historique de cours de l'action LTC jusqu'au dernier jour précédant la suspension des négociations sur le marché suite à l'annonce de la réception par les principaux actionnaires d'une offre ferme d'acquisition sur les Blocs d'Actions ;
- les conditions financières de l'acquisition par QLG d'une participation majoritaire au capital de LTC en mai 2011 ;
- les conditions financières de l'augmentation de capital de LTC avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires de juin 2009.

VIII.a. Méthodes écartées

VIII.a.1. Les multiples de transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats financiers de la Société les multiples induits par les transactions récentes – dont les conditions financières ont été rendues publiques – sur le capital de sociétés comparables intervenant dans le même secteur d'activité. Nous n'avons pas identifié de transaction portant sur le capital de sociétés dont l'activité ou les conditions d'exploitation sont comparables à celles du pôle Fabrication pour maisons de luxe de LTC et dont les conditions financières ont été rendues publiques.

VIII.a.2. L'actualisation des dividendes futurs

Les flux de dividendes dépendent des résultats de la Société et de la politique de distribution adoptée. Ils ne permettent pas d'appréhender la capacité de la Société à générer les flux futurs de trésorerie à l'origine de la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires. Par ailleurs, LTC n'a pas versé de dividendes à ses actionnaires depuis 2007.

VIII.a.3. L'actif net réévalué

La détermination d'une valeur d'actif net réévalué nécessite d'apprécier séparément la valeur des différents actifs inscrits au bilan de l'entreprise et de déduire du total ainsi obtenu la somme des passifs exigibles réévalués. C'est une méthode adaptée à des groupes diversifiés pour lesquels les données financières prévisionnelles ne peuvent être analysées directement ou à des entreprises qui possèdent des actifs dont la valeur n'est pas reflétée dans les flux d'exploitation (ex : actifs immobiliers hors exploitation ou pouvant être cédés et reloués). Dans le cas de LTC, la valeur de l'ensemble des actifs nous paraît pouvoir être appréhendée par leur contribution à la rentabilité d'exploitation anticipée.

VIII.a.4. Les objectifs de cours des analystes

A notre connaissance, Opale Research est le seul bureau d'analyse qui suit LTC et il ne publie pas d'objectif de cours.

VIII.b. Méthode DCF

Il n'existe pas de données financières prévisionnelles de LTC à l'exception du budget 2011 et d'un plan d'affaires à trois ans établi en mars 2010 dans le cadre d'une demande de financement Oséo via un contrat de développement participatif.

Afin d'appréhender un profil de flux futurs de trésorerie par activité, nous avons recueilli des éléments d'information – conjointement avec Oddo Corporate Finance – auprès du directeur général de LTC sur les perspectives d'activité et la performance financière attendue sur chacune des activités du Groupe, selon une grille d'analyse correspondant aux états analytiques historiques par activité et canal de distribution.

Les flux financiers ainsi établis couvrent la période 2011-2018. Ils peuvent être agrégés au niveau de chacune des trois activités : *Marques propres*, *Fabrication pour maisons de luxe* et *Siège / Administration centrale*. L'évaluation conduite par la Méthode DCF est issue de trois analyses DCF distinctes permettant d'associer une valeur d'actif économique à chaque activité.

Les hypothèses clés retenues dans la détermination des données financières prospectives sont présentées ci-après.

VIII.b.1. Principales hypothèses des données prévisionnelles

Les données financières prévisionnelles sont établies sur la base du périmètre d'activité existant au 31 décembre 2010, sans prise en compte d'éventuelles opérations futures de croissance externe.

► Marques propres

Le management de LTC anticipe l'ouverture d'environ 6 magasins par an jusqu'en 2018 (5 affiliés et 1 succursale) en France et à l'étranger, avec un réseau devant atteindre en fin d'horizon prévisionnel 76 boutiques en France (dont 6 magasins d'usine) et 29 à l'étranger.

Les hypothèses retenues pour chaque canal de distribution font ressortir les taux de croissance annuels moyens de chiffre d'affaires suivants sur la période 2010-2018 :

▪ Réseau France :	+8,3%
<i>(Succursales, affiliés et magasins d'usine)</i>	
▪ Réseau international :	CA nul en 2010, estimé à 6,5 M€ en 2018
<i>(Succursales et affiliés)</i>	
▪ Wholesale France :	+4,3%
<i>(Principalement grands magasins et détaillants)</i>	
▪ Wholesale Export :	+12,1%
▪ Internet :	+34,9%
▪ Destockage :	+3,1%

Les services support et les frais de communication, création & marketing, sont prévus en croissance de 7% par an jusqu'en 2018, compte tenu notamment de l'augmentation du budget publicitaire.

Le taux de contribution de l'activité *Marques propres* au résultat opérationnel courant (exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires) ressort en moyenne à 11,0% sur la période 2011-2018, avec une amélioration continue sur l'ensemble de la période qui traduit la progression attendue des marges réalisées par les boutiques.

Des investissements liés aux ouvertures de nouvelles succursales sont prévus à hauteur de 700 k€ par boutique. Des investissements complémentaires représentant en moyenne 2,2% du chiffre d'affaires sont également anticipés sur la période prévisionnelle.

Le besoin en fonds de roulement, exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, est retenu constant sur la période 2011-2018 et égal au niveau moyen observé entre 2007 et 2010.

► Fabrication pour maisons de luxe

Le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires sur la période 2010-2018 est estimé à 7,5%. Il traduit pour l'essentiel l'augmentation anticipée des volumes d'activité confiés par les maisons de luxe à LTC. Cette augmentation nécessitera l'ouverture d'un troisième atelier pour lequel des investissements complémentaires de 500 k€ sont prévus en 2012.

Le taux moyen de contribution au résultat opérationnel courant, estimé en pourcentage du chiffre d'affaires, ressort en moyenne à 10,5% sur la période prévisionnelle.

Des investissements annuels de l'ordre de 250 k€ permettent le renouvellement régulier des outils utilisés dans les ateliers.

Le besoin en fonds de roulement, exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, est retenu constant sur la période 2011-2018 et égal au niveau moyen observé entre 2007 et 2010.

► Siège / Administration centrale

Les frais centraux et les autres charges opérationnelles courantes sont conservés sur la période 2011-2018 à un niveau proche de celui observé en 2010, en croissance annuelle limitée à 3%.

VIII.b.2. Taux de croissance retenu au terme de la période 2011-2018

La mise en œuvre de la Méthode DCF nécessite de déterminer un flux de trésorerie normatif à l'issue de la période prévisionnelle et de lui associer un taux de croissance annuelle cohérent avec le rythme de croissance nominale à long terme anticipé sur les secteurs d'activités correspondants.

Pour chaque activité, le flux normatif est calculé sur la base d'une marge opérationnelle courante identique à celle estimée en 2018 ; il reflète également la convergence relative à long terme des montants d'investissements et de dotations aux amortissements.

Le taux de croissance à l'infini retenu de 1,5%, commun à chaque activité, permet de déterminer une valeur terminale à fin décembre 2018 par la formule de Gordon-Shapiro.

VIII.b.3. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu est le coût moyen pondéré du capital qui ressort à 9,90% avec les paramètres indiqués ci-après :

- un taux sans risque correspondant au taux d'emprunt de l'Etat français à 10 ans (OAT) de 3,53% (moyenne 3 mois au 17 juin 2011 - source : Bloomberg) ;
- un bêta de l'actif économique de 0,97 déterminé à partir des bêtas historiques observés sur un échantillon de sociétés cotées de distribution spécialisée, sur une période de 3 ans et relevés par semaine (source : Bloomberg), et qui ont été corrigés des effets liés à la structure financière des entreprises. Le bêta de l'actif économique est ensuite ajusté afin de refléter la structure financière cible de la Société ;
- une prime de risque prospective de 6,57% correspondant à la moyenne des primes de risque déterminées à fin mars 2011, fin avril 2011 et fin mai 2011 sur l'ensemble des sociétés composant l'indice SBF 120 (source : Détrouat Associés – Produit d'Analyse de Risques) ;
- une structure financière cible dans laquelle l'endettement financier net est nul ;
- un taux d'impôt théorique sur les sociétés de 34,43%.

Nous n'avons pas identifié de société cotée spécialisée dans la sous-traitance et dont l'activité pourrait être jugée comparable à celle du pôle *Fabrication pour maisons de luxe* de LTC. L'estimation du bêta de l'actif économique par comparaison aux bêtas des sociétés cotées dans le secteur de la distribution spécialisée ne reflète pas (i) le contrôle des marges imposé par les donneurs d'ordre dans les activités de fabrication, (ii) le faible niveau d'économie d'échelle dans un mode de production à forte intensité de main d'œuvre, (iii) le risque client spécifique de LTC, lié à sa très forte dépendance à son principal donneur d'ordre. Par conséquent, la valeur obtenue par l'actualisation au taux de 9,90% des flux futurs de trésorerie

de l'activité *Fabrication pour maisons de luxe*, correspond à un majorant de la valeur de l'actif économique de cette activité. La valeur d'entreprise, la valeur des fonds propres et la valeur induite par action LTC doivent elles aussi être considérées comme tel.

Les flux de trésorerie des trois activités ont été appréhendés à mi-année pour les exercices prévisionnels, et actualisés au 31 décembre 2010.

VIII.b.4. Eléments de passage de la valeur de l'actif économique à la valeur des fonds propres

La Méthode DCF permet de déterminer une valeur d'entreprise de LTC au 31 décembre 2010 par l'addition des valeurs d'actif économique des trois activités de la Société.

La part de cette valeur qui peut être considérée comme revenant aux actionnaires de la Société est estimée en déduisant de la valeur d'entreprise (i) l'ensemble des engagements portés par les établissements de crédit nets de la trésorerie et des valeurs mobilières de placement, (ii) la valeur de la participation des actionnaires ayant un intérêt minoritaire dans certaines filiales du Groupe consolidées globalement, (iii) les provisions inscrites au bilan dont le décaissement futur est considéré comme certain et qui n'ont pas été prises en compte dans le calcul des flux de trésorerie, (iv) d'autres éléments hors exploitation (dettes exigibles nettes d'autres actifs liquides) inscrits dans les comptes consolidés de la Société au 31 décembre 2010.

Les montants retenus pour ces éléments au 31 décembre 2010 sont les suivants :

- Endettement financier net (y compris dettes liées aux crédits-baux)	9,8 M€
- Provisions à caractère de dette, nettes de l'impact de la déductibilité fiscale des charges correspondantes	-
- Intérêts minoritaires	-
- Autres dettes exigibles, nettes d'autres actifs liquides hors exploitation (dont valeur actuelle des déficits fiscaux reportables, actions LTC détenues en propre, soit 11 272 titres évalués au prix de l'Offre, et trésorerie issue de l'exercice des stock-options dans la monnaie)	- 0,9 M€
Total à déduire de la valeur de l'actif économique	8,9 M€

Ces éléments représentent un montant total de 8,9 M€, qui est retenu en déduction de la valeur de l'actif économique dans l'appréciation de la valeur des fonds propres de LTC.

Nombre d'actions : les titres LTC détenus en propre étant évalués au prix de l'Offre, notre analyse prend en compte l'intégralité des actions composant le capital social de la Société, soit 4 224 759 actions. Au 31 décembre 2010, il existe également 178 609 actions potentielles pouvant résulter de l'exercice de stock-options dans la monnaie au prix de l'Offre. Il n'existe aucun autre instrument de nature dilutive. Le nombre total d'actions retenu pour le calcul de la valeur de l'action LTC est de 4 403 368 titres sur une base diluée comprenant l'autodétention.

VIII.b.5. Résultats de la Méthode DCF

Les analyses DCF conduites sur les deux activités opérationnelles de LTC – *Marques propres* et *Fabrication pour maisons de luxe* – permettent de déterminer une valeur d'actif économique totale de 32,9 M€.

Après déduction des engagements détaillés à la section VIII.b.4, la valeur des capitaux propres de LTC ressort à 24,0 M€, soit 5,45 € par action.

Une diminution de 0,25% du taux de croissance à l'infini retenu pour chaque activité, associée à une augmentation de 0,25% du taux d'actualisation retenu pour chaque activité, conduirait à une valeur de 5,05 € par action (-7,2%).

Une augmentation de 0,25% du taux de croissance à l'infini retenu pour chaque activité, associée à une diminution de 0,25% du taux d'actualisation retenu pour chaque activité, conduirait à une valeur de 5,89 € par action (+8,1%).

Nous retenons les valeurs correspondant à cette sensibilité de $\pm 0,25\%$ sur le taux d'actualisation et sur le taux de croissance à l'infini comme bornes de notre fourchette d'évaluation des capitaux propres par la Méthode DCF, soit une fourchette comprise entre 5,05 € et 5,89 € par action LTC.

VIII.c. Méthode des comparables boursiers

En complément de la Méthode DCF, nous avons mis en œuvre la Méthode des comparables boursiers dont le principe est d'appliquer à certains agrégats comptables prévisionnels les multiples boursiers observés sur les mêmes agrégats d'un échantillon de sociétés cotées intervenant dans le même secteur d'activité et comparables à la société à évaluer.

La pertinence de la méthode est notamment liée à la nécessité de disposer d'un échantillon de sociétés dont l'activité et les conditions d'exploitation sont similaires.

Nous n'avons pas identifié de société cotée de maroquinerie avec deux activités distinctes et indépendantes en fabrication et distribution comparable à LTC. Néanmoins, nous présentons ci-après les multiples boursiers de sociétés de distribution spécialisée dont l'application aux agrégats financiers de LTC permet d'obtenir, pour les raisons exposées à la section VIII.b.3., un majorant de la valeur des actions LTC.

Les sociétés de notre échantillon sont toutes de taille très supérieure à LTC et affichent dans l'ensemble des marges plus élevées.

	Pays	Capi. (MEUR)	VE (MEUR)	Croissance du CA			Marge d'EBITDA			Marge d'EBITA		
				11E	12E	13E	11E	12E	13E	11E	12E	13E
Benetton	Italie	993	1 544	0,1%	1,7%	2,3%	13,3%	13,9%	14,4%	7,6%	8,4%	8,7%
Burberry	UK	6 483	6 166	17,7%	14,4%	14,0%	24,1%	25,0%	25,6%	20,0%	20,8%	20,7%
Coach	US	12 127	11 527	13,9%	nc	nc	34,7%	nc	nc	31,3%	nc	nc
Etam	France	245	447	8,3%	8,1%	7,4%	nc	nc	nc	4,6%	5,0%	5,5%
Geox	Italie	1 082	1 036	5,5%	7,5%	6,1%	13,5%	15,4%	16,9%	9,0%	10,9%	12,4%
H&M	Suède	38 590	38 588	2,8%	11,2%	nc	22,5%	23,5%	nc	19,6%	20,5%	nc
Hugo Boss	Allemagne	4 149	4 358	13,9%	9,2%	8,6%	21,0%	22,2%	22,5%	17,1%	18,5%	19,0%
Inditex	Espagne	37 761	34 784	10,5%	10,3%	10,5%	22,9%	22,6%	22,8%	17,7%	17,6%	17,9%
Luxottica	Italie	9 858	11 891	5,4%	6,2%	5,7%	18,8%	19,8%	20,4%	13,6%	14,7%	15,4%
Polo Ralph Lauren	US	8 170	7 610	15,7%	nc	nc	17,6%	nc	nc	14,3%	nc	nc
Tods	Italie	2 574	2 492	11,2%	8,4%	8,3%	25,8%	26,1%	26,3%	21,6%	22,0%	22,3%
Moyenne				9,5%	8,6%	7,9%	21,4%	21,1%	21,3%	16,0%	15,4%	15,2%

Sources : sociétés, analystes

Les multiples retenus sont ceux de la valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA et à l'EBITA afin d'éviter les biais induits à la fois par les différences de rentabilité (multiple de chiffre d'affaires) et de structure financière (PER).

Les agrégats financiers prévisionnels des sociétés de notre échantillon sont issus de prévisions d'analystes financiers (source : Thomson Research).

Les multiples boursiers, calculés sur la base des cours de bourse de clôture du 17 juin 2011, sont indiqués ci-après :

	Pays	Capi. (MEUR)	VE (MEUR)	CA x			EBITDA x			EBITA x		
				11E	12E	13E	11E	12E	13E	11E	12E	13E
Benetton	Italie	993	1 544	0,75x	0,74x	0,72x	5,6x	5,3x	5,0x	9,9x	8,8x	8,3x
Burberry	UK	6 483	6 166	3,13x	2,74x	2,40x	13,0x	11,0x	9,4x	15,6x	13,1x	11,6x
Coach	US	12 127	11 527	3,74x	ns	ns	10,8x	ns	ns	12,0x	ns	ns
Etam	France	245	447	0,36x	0,34x	0,31x	ns	ns	ns	8,0x	6,7x	5,8x
Geox	Italie	1 082	1 036	1,15x	1,07x	1,01x	8,6x	7,0x	6,0x	12,9x	9,9x	8,1x
H&M	Suède	38 590	38 588	3,17x	2,85x	ns	14,1x	12,1x	ns	16,2x	13,9x	ns
Hugo Boss	Allemagne	4 149	4 358	2,21x	2,02x	1,87x	10,5x	9,1x	8,3x	12,9x	11,0x	9,8x
Inditex	Espagne	37 761	34 784	2,54x	2,30x	2,08x	11,1x	10,2x	9,1x	14,4x	13,1x	11,6x
Luxottica	Italie	9 858	11 891	1,95x	1,83x	1,73x	10,3x	9,3x	8,5x	14,3x	12,5x	11,3x
Polo Ralph Lauren	US	8 170	7 610	1,72x	ns	ns	9,8x	ns	ns	12,1x	ns	ns
Tods	Italie	2 574	2 492	2,85x	2,62x	2,42x	11,1x	10,1x	9,2x	13,2x	11,9x	10,9x
Moyenne				2,14x	1,84x	1,57x	10,5x	9,3x	7,9x	12,8x	11,2x	9,7x

Cours de référence : Spot, au 17/06/11

Capi. boursière sur la base d'un nombre d'actions non dilué

VE = Capi. boursière + dette nette + intérêts des minoritaires - actifs non opérationnels

Sources : sociétés, analystes

L'application des multiples d'EBITDA et d'EBITA présentés dans le tableau ci-dessus aux agrégats prévisionnels 2011E-2012E-2013E de LTC fait ressortir une fourchette de valeur de 5,18 € à 6,29 € par action. Cette fourchette de valeurs doit être appréhendée dans les limites soulignées à la section VIII.b.3.

VIII.d. Références d'évaluation

VIII.d.1. Actif net comptable

L'actif net comptable consolidé part du groupe de LTC au 31 décembre 2010 est de 11,8 M€, soit 2,81 € par action (sur la base de 4 213 487 actions, après déduction des 11 272 actions détenues en propre au 31 décembre 2010).

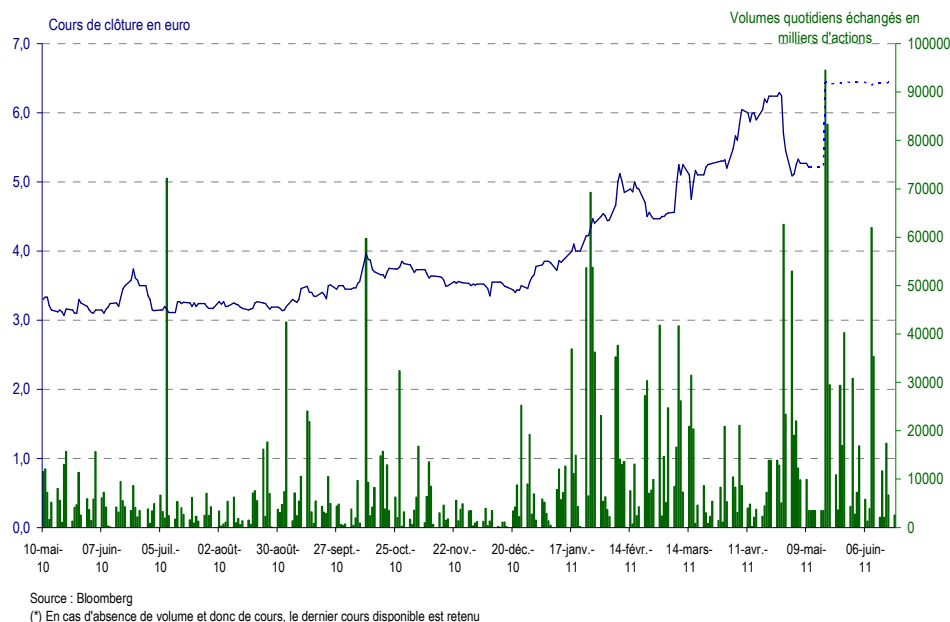
VIII.d.2. Performance boursière

Nous avons retenu comme période de référence pour la performance boursière du titre la période de 12 mois se terminant le 10 mai 2011, dernier jour de cotation avant la suspension du cours de bourse et l'annonce de la prise de contrôle de la Société par QLG.

Sur cette période, 2 280 645 titres ont été échangés (source : Bloomberg), soit 54,0% du capital⁽¹⁾, et l'action LTC a surperformé l'indice SBF 250 (+57,9% pour LTC, +11,0% pour le SBF 250).

A notre connaissance, LTC n'est suivi que par le bureau d'analyse Opale Research et ne fait l'objet d'aucune publication d'objectif de cours.

Cours de bourse de LTC sur 1 an au 10 mai 2011 et volumes quotidiens échangés (*)



Les différents cours et moyennes pondérées observés sur les 12 derniers mois à la date de référence du 10 mai 2011 font ressortir des valeurs par action LTC illustrées dans le tableau suivant :

	A la date du 10-mai-11
A la clôture	5,21 €
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 10 jours de bourse	5,38 €
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 20 jours de bourse	5,59 €
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 3 mois	5,20 €
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 6 mois	4,75 €
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 12 mois	4,25 €
Plus haut sur 12 mois	6,29 €
Plus bas sur 12 mois	3,07 €

Source : Bloomberg

⁽¹⁾ Sur la base d'un capital composé de 4 224 759 actions.

VIII.d.3. Transactions sur le capital de la Société

► Acquisition en mai 2011 par QLG d'une participation majoritaire au capital de LTC

Le 18 mai 2011, QLG a acquis 2 326 171 actions LTC, représentant 55,06% du capital et 54,73% des droits de vote de la Société, auprès du groupe familial Descottes⁽²⁾ (1 295 918 titres), de la société par actions simplifiée Développement & Partenariat PME IV (659 864 titres) et de la société à responsabilité limitée Saint Germain Participations (370 389 titres), au prix de 6,51 € par action LTC.

Cette transaction intervient à la suite d'un processus de vente de gré à gré initié par QLG en novembre 2010 (cf. I. Contexte et motifs de l'Offre).

Nous retenons à titre de référence les termes de cette transaction qui porte sur la majorité du capital de la Société.

► Augmentation de capital de LTC en juin 2009 avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires

Afin de renforcer ses fonds propres, LTC a réalisé en juin 2009 une augmentation de capital par émission de nouvelles actions avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires selon les termes suivants :

- Prix de souscription des actions nouvelles : 1,0 € par action.
- Parité : 1 DPS permettant de souscrire 2 actions nouvelles.
- Valeur théorique du droit préférentiel de souscription : 1,40 € sur la base du cours de clôture du 4 juin 2009 (3,10 €).

Tout nouvel actionnaire désirant souscrire à l'augmentation de capital devait donc acquitter un montant de 3,40 € pour 2 actions nouvelles, soit 1,70 € par action nouvelle.

Entre le 10 juin 2009, date d'ouverture de la souscription à cette augmentation de capital et le 10 mai 2011, date de suspension du cours LTC, l'indice CAC Small (dont LTC fait partie) a progressé de 53,9%. Appliquée à la valeur théorique de l'action LTC ex-droit (1,70 €), cette performance conduirait à une valeur de 2,62 € que nous retenons à titre de référence.

IX. Analyse des travaux de la banque présentatrice

Nous avons pris connaissance du rapport d'évaluation préparé par Oddo Corporate Finance en qualité de banque présentatrice de l'Offre.

Détroyat Associés a été désigné comme expert indépendant préalablement à l'établissement de ce rapport et plusieurs échanges sont intervenus entre Détroyat Associés et Oddo Corporate Finance sur les méthodes et paramètres d'évaluation de la Société.

De manière générale, les méthodes et références d'évaluation retenues sont identiques.

² Concert constitué entre la société Financière Descottes, Madame Jocelyne Descottes, et Messieurs Hervé Descottes et Guillaume Descottes.

IX.a. Méthode DCF

Les prévisions financières retenues par Oddo Corporate Finance sont similaires à celles que nous utilisons pour nos travaux d'évaluation. Elles résultent de discussions, menées conjointement avec Oddo Corporate Finance, avec le directeur général de LTC sur les perspectives d'activité et la performance financière attendue sur chacune des activités du Groupe, selon une grille d'analyse correspondant aux états analytiques historiques par activité et canal de distribution.

Oddo Corporate Finance retient un taux d'actualisation de 9,93%, proche de celui que nous retenons dans nos travaux d'évaluation (9,90%), et un taux de croissance annuel identique pour le calcul de la valeur terminale (1,5%).

La valeur de l'action LTC déterminée par l'analyse DCF d'Oddo Corporate Finance ressort dans une fourchette de 5,41 € à 6,29 € qui résulte d'une analyse de sensibilité sur le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini. Cette fourchette est légèrement supérieure à celle résultant de notre propre analyse (5,05 € à 5,89 € par action LTC).

IX.b. Méthode des comparables boursiers

En l'absence de société cotée directement comparable à LTC, Oddo Corporate Finance n'a pas appliqué la méthode des comparables boursiers.

Nous l'avons néanmoins appliqué à titre secondaire en retenant dans notre échantillon de sociétés comparables des entreprises de distribution spécialisée. Comme indiqué en section VIII.c., cette approche permet de calculer un majorant de la valeur LTC.

X. Conclusion

Les résultats de nos travaux d'évaluation sont rappelés dans le tableau ci-après :

Fourchette de valeurs des fonds propres par action		
Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 6,51 € par action		
<u>Méthode d'évaluation :</u>		
DCF	5,05 €	5,89 €
<i>(retenue à titre principal)</i>	+28,8%	+10,5%
Comparables boursiers	5,18 €	6,29 €
<i>(retenue à titre secondaire)</i>	+25,7%	+3,5%
<u>Références d'évaluation :</u>		
Actif net comptable consolidé au 31/12/10	2,81 €	
	+131,8%	
Cours de bourse	4,25 €	5,20 €
<i>(Moyennes pondérées 3 mois et 12 mois au 10 mai 2011)</i>	+53,2%	+25,3%

Fourchette de valeurs des fonds propres par action
Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 6,51 € par action

Références d'évaluation (suite) :

Acquisition par QLG de la majorité du capital en mai 2011 (55,06% du capital)	6,51 € +0,0%
--	-----------------

Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription en juin 2009 (indexée sur la performance du CAC Small entre le 10/06/09 et le 10/05/11)	2,62 € +148,5%
---	-------------------

Compte tenu des difficultés rencontrées pour prendre en compte dans le taux d'actualisation les risques propres à l'activité de *Fabrication pour maisons de luxe* (cf section VIII.b.3.), les valeurs issues de la Méthode DCF présentées dans le tableau ci-dessus correspondent à des majorants de la valeur par action LTC. Il en va de même pour la Méthode des comparables boursiers, mise en œuvre à partir d'un échantillon constitué exclusivement de sociétés de distribution spécialisée.

Nous constatons que le prix d'Offre de 6,51 euros par action est supérieur à ces valeurs issues de notre analyse DCF, mais également aux résultats de la Méthode des comparables boursiers ainsi qu'aux références retenues dans nos travaux (actif net comptable consolidé au 31 décembre 2010, prix d'acquisition de la majorité du capital de la Société en mai 2011 et conditions financières de l'augmentation de capital en juin 2009).

Enfin, le prix d'Offre est supérieur au dernier cours de bourse avant l'annonce du 10 mai 2011 et à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes échangés au cours des trois et douze derniers mois (respectivement +25,3% et +53,2%).

Dans ces conditions, nous estimons qu'à la date du présent Rapport, le prix de 6,51 euros par action proposé par QLG est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de LTC, dans le cadre de la présente Offre.

Fait à Paris, le 23 juin 2011

Emmanuel Dayan
Associé

DÉTROYAT ASSOCIÉS

XI. Annexes

Annexe A : Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par Détroyat Associés au cours des 24 mois précédant sa désignation

Date	Type de Mission	Société Cible	Société Initiatrice	Banque Présentatrice
Mai 2011	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique de retrait	Tesfran SA	Testa Immuebles en Renta, S.A.	Invest Securities
Mars 2011	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Société Financière de Communication et du Multimédia SA	Société Française du Radiotéléphon e SA	CM-CIC Securities
Novembre 2010	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une garantie de cours	Aldeta SA	Alta Blue SAS	Kepler Capital Markets / Invest Securities
Septembre 2010	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire	Otor SA	DS Smith PLC	BNP Paribas Corporate & Investment Banking
Octobre 2009	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre contractuelle d'achat	China Corn Oil SA	Sanxing Trade Limited (1)	Invest Securities
Octobre 2009	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Provimi SA	Korofrance SAS	Oddo Corporate Finance

(1) en concert avec The China Development Capital Partnership Master Fund LR, General Motors Investment Management

Annexe B : Liste du personnel associé à la conduite de la mission

- ▶ Emmanuel Dayan – Associé (signataire) – Ingénieur de l'Ecole Centrale de Paris, il a rejoint Détroyat Associés en 2005 avec une expérience de près de 10 ans dans le conseil en fusions-acquisitions.
- ▶ Jérôme Gonon – Analyste financier senior – Diplômé du Mastère Ingénierie Financière de l'EM Lyon et titulaire du DESCF (Diplôme d'Etudes Supérieures Comptables et Financières). Il a rejoint Détroyat Associés en 2008 après deux ans en audit et huit ans dans le conseil en fusions-acquisitions.
- ▶ Philippe Leroy – Associé (contrôle qualité) – Diplômé de l'ESSEC, il dispose d'une expérience de plus de 25 ans dans les métiers de la finance. Il a rejoint Détroyat Associés en 2005.

Annexe C : Liste des personnes rencontrées

- ▶ Le Tanneur & Cie
 - Hervé Descottes, Administrateur, Directeur général
 - Patricia Moulon, Directrice financière
 - Jean Clenet, Directeur général adjoint, Opérations commerciales et industrielles
 - Philippe Delbecq, Directeur d'usine (site de Bort-les-Orgues)
- ▶ Oddo Corporate Finance, établissement présentateur de l'Offre
 - Laurent Durieux, Directeur
 - Arnaud Saint-Clair, Manager
 - César Darcy, Chargé d'Affaires Senior

Annexe D : Principales sources d'information

Nous avons eu accès à l'ensemble de la *data room* organisée dans le cadre de l'acquisition par QLG d'une participation majoritaire au capital de LTC, et notamment aux documents suivants :

- Statuts de la société Le Tanneur & Cie ;
- Statuts de la société Maroquinerie des Orgues ;
- Procès verbaux des Assemblées générales depuis 2009 ;
- Procès verbaux des Conseils d'administration depuis 2009 ;
- Procès verbaux des Comités centraux d'entreprise des exercices 2006, 2007, 2008 et 2009 ;
- Contrat de licence de la marque « Air France » ;
- Document d'information précontractuel de Contrat de franchise en commission-affiliation ;
- Liste des contentieux en cours au 27 janvier 2011 ;
- Rapports du commissaire à la scission sur la valeur et sur la rémunération des apports en date du 8 octobre 2010 (opération de filialisation de l'activité Fabrication pour maisons de luxe) ;
- Bilans sociaux des années 2007, 2008 et 2009 ;
- Documents de référence des exercices 2000 à 2010 ;

- Comparatifs budgétaires consolidés aux 31 décembre 2008, 31 décembre 2009 et 31 décembre 2010 ;
- Chiffres d'affaires, marges standards et taux de marge standards des exercices 2008, 2009 et 2010 ;
- Plan de développement 2010-2012 en date du 17 mars 2010 établi à l'attention d'Oséo ;
- Budget consolidé 2011 et détail des hypothèses budgétaires ;
- Détail des investissements prévisionnels par nature et par activité.

Nous avons également eu communication des documents suivants :

- Contrats d'acquisition et de cession d'actions Le Tanneur & Cie, signés entre QLG d'une part, et le groupe familial Descottes, Développement & Partenariat PME IV et Saint Germain Participations d'autre part ;
- Rapport d'évaluation établi par Oddo Corporate Finance ;
- Lettre d'affirmation signée par QLG ;
- Lettre d'affirmation signée par le groupe familial Descottes ;
- Lettre d'affirmation signée par Développement & Partenariat PME IV ;
- Lettre d'affirmation signée par Saint Germain Participations.

Annexe E : Diligences effectuées

Nous avons conduit notre mission selon le programme de travail présenté ci-dessous :

- Prise de connaissance de l'Offre et de son contexte ;
- Collecte des informations nécessaires à la réalisation de notre mission ;
- Etude de la documentation comptable, financière et juridique de la Société ;
- Revue des contrats d'acquisition et de cession d'actions Le Tanneur & Cie, signés entre QLG d'une part, et le groupe familial Descottes, Développement & Partenariat PME IV et Saint Germain Participations d'autre part ;
- Réception des lettres d'affirmation signées par QLG, le groupe familial Descottes, Développement & Partenariat PME IV et Saint Germain Participations ;
- Visite de sites (Belley et Bort-les-Orgues) ;
- Evaluation de la Société :
 - Méthode DCF
 - Méthode des comparables boursiers
- Analyse de références d'évaluation de la Société :
 - Actif net comptable
 - Cours de bourse
 - Opérations récentes sur le capital de la Société
- Prise de connaissance et analyse du rapport d'évaluation de la banque présentatrice de l'Offre ;
- Rédaction du rapport d'expertise indépendante ;
- Revue indépendante du rapport et des travaux réalisés.

Annexe F : Calendrier de l'étude

Etapes	Date
Désignation de Détroyat Associés en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de Le Tanneur & Cie	18 mai 2011
Collecte de l'ensemble des informations nécessaires à l'étude	3 juin 2011
Réunion avec la Directrice financière de la Société sur le site de Belley	9 juin 2011
Réunions téléphoniques avec le Directeur général et la Directrice financière de la Société	du 14 au 17 juin 2011
Réunion avec le Directeur général de la Société au siège social	16 juin 2011
Visite du site de production de Bort-les-Orgues	20 juin 2011
Réception du rapport d'évaluation d'Oddo Corporate Finance	20 juin 2011
Remise du Rapport au Conseil d'administration de la Société	23 juin 2011

Annexe G : Montant de la rémunération perçue par Détroyat Associés

La rémunération perçue par Détroyat Associés est de 50 000 € hors taxes et hors frais de déplacement. Cette rémunération est indépendante des conclusions du présent Rapport.

Annexe H : Adhésion à des associations d'experts indépendants

Détroyat Associés n'est pas adhérente de l'une des trois associations d'experts créées postérieurement à l'introduction d'un titre VI sur l'expertise indépendante dans le règlement général et agréées par l'AMF. Les procédures internes de Détroyat Associés garantissent un haut niveau d'intégrité dans la conduite de ce type de mission.

* * *

4. CLAUSES OU ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

4.1. Accords auxquels la Société est partie

Sous réserve des accords mentionnés dans la note d'information de l'Initiateur, la Société n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

4.2. Accords dont la Société a connaissance

Sous réserve des accords mentionnés dans la note d'information de l'Initiateur, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

5.1. Structure du capital

Le capital social et, sur une base théorique, les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit au 18 mai 2011, préalablement à la réalisation des cessions de blocs décrites au paragraphe 1.3 ci-dessus (Contexte de l'Offre) :

Actionnaires	Nombre d'actions	Pourcentage du capital	Nombre de droits de vote	Pourcentage des droits de vote
Hervé Descottes	18.765	0,44%	25.020	0,59%
Jocelyne Descottes	48.330	1,14%	48.335	1,14%
Guillaume Descottes	9.000	0,21%	9.000	0,21%
FIDES	1.219.823	28,87%	1.219.823	28,66%
Groupe Familial Descottes	1.295.918	30,67%	1.302.178	30,59%
SGP	370.389	8,77%	370.389	8,70%
D&P	659.864	15,62%	659.864	15,50%
Public	1.887.588	44,68%	1.912.808	44,94%
Auto-détention	11.000	0,26%	11.000	0,26%
Total	4.224.759	100,00%	4.256.239	100,00%

NB : Le pourcentage de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés les droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

A la Date de Réalisation, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	Pourcentage du capital	Nombre de droits de vote	Pourcentage des droits de vote
QLG-F	2.326.167	55,06%	2.326.167	54,73%
Administrateurs	4	0,00%	4	0,00%
Public	1.887.588	44,68%	1.912.808	45,01%
Auto-détention ⁽³⁾	18.358	0,43%	18.358	0,43%
Total ⁽³⁾	4.224.759	100,00%	4.249.979	100,00%

NB : Le pourcentage de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés les droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Lors des séances des 27, 28, 29 et 30 juin 2011, l'Initiateur a acquis sur le marché 564.069 actions Le Tanneur & Cie au prix unitaire de 6,51 euros, en application de l'article 231-38 III du règlement général de l'AMF. A la clôture de la séance du 30 juin 2011, l'Initiateur détient ainsi 2.890.236 actions de la Société, représentant 68,41 % du capital et 68,01 % des droits de vote de la Société.

⁽³⁾ Sur la base d'une auto-détention au 15 juin 2011

A la clôture de la séance du 30 juin 2011, et dans l'hypothèse selon laquelle le nombre de droits de vote doubles du public n'a pas été modifié depuis la Date de Réalisation, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	Pourcentage du capital	Nombre de droits de vote	Pourcentage des droits de vote
QLG-F	2.890.236	68,41%	2.890.236	68,01%
Administrateurs	4	0,00%	4	0,00%
Public	1.316.161	31,15%	1.341.381	31,56%
Auto-détention ⁽³⁾	18.358	0,43%	18.358	0,43%
Total ⁽³⁾	4.224.759	100,00%	4.249.979	100,00%

NB : Le pourcentage de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés les droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

5.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opérations sur titres depuis le 1^{er} janvier 2011

Le 4 mars 2011, la société Diversita a déclaré avoir franchi à la hausse le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

La Société n'a été avisée d'aucun autre franchissement de seuil légal ou statutaire de détention du capital et des droits de vote, à l'exception des déclarations de franchissement de seuil effectuées par l'Initiateur et les Cédants à la suite des cessions de blocs décrites au paragraphe 1.3 ci-dessus (Contexte de l'Offre).

5.3. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses et conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition des actions

5.3.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions

Il n'existe pas de restrictions statutaires ou de conventions stipulant de quelconques restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société.

5.3.2. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote

A la date des présentes, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote de la Société.

5.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

5.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Il n'existe pas de mécanismes de contrôle des droits attachés aux actions détenues par les membres du personnel de la Société.

5.6. Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

5.6.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration.

En remplacement des administrateurs démissionnaires (Madame Jocelyne Descottes, Messieurs René Brun et Alain Fauqueur), le conseil d'administration de la Société réuni le 18 mai 2011 a coopté Messieurs Gregory Couillard, Jean Lebras et Thomas Pecenka.

L'Initiateur a en outre manifesté son souhait de voir Monsieur Hervé Descottes associé au développement de la Société et maintenu dans ses mandats d'administrateur et de directeur général de la Société pour une durée d'au moins un an à compter du changement de contrôle de Le Tanneur & Cie. Monsieur Hervé Descottes a ainsi démissionné de ses fonctions de président du conseil d'administration, et Monsieur Grégory Couillard a été nommé pour le remplacer dans ces fonctions à compter du 18 mai 2011.

Toutes ces cooptations ont été ratifiées par l'assemblée générale annuelle de la Société réunie le 15 juin 2011.

5.6.2. Règles applicables aux modifications des statuts

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de modifications des statuts.

5.7. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration de Le Tanneur & Cie dispose des délégations suivantes :

Nature de l'autorisation	Date de l'AG	Durée (date d'expiration)	Montant maximum autorisé	Utilisation à ce jour
Options de souscription d'actions	4 mai 2010	38 mois (4 juillet 2013)	10% du capital social	Néant
Attribution gratuite d'actions	4 mai 2010	38 mois (4 juillet 2013)	10% du capital social	Néant
Programme de rachat d'actions	4 mai 2010	18 mois (4 novembre 2011)	10% du capital social	Oui
Annulation d'actions	4 mai 2010	24 mois (4 mai 2012)	10% du capital social	Néant

5.8. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Dans le cadre de la prise de contrôle de la Société intervenue suite aux cessions de blocs décrites au paragraphe 1.3 ci-dessus (Contexte de l'Offre), l'Initiateur et la Société ont obtenu :

- (i) la renonciation par :
 - (A) Oséo Financement de se prévaloir de la clause d'exigibilité anticipée en cas de changement de contrôle de la Société stipulée :
 - dans le contrat de prêt conclu le 9 avril 2009 entre Oséo Financement et la Société pour un montant total de 170.000 euros ; et
 - dans le contrat de prêt conclu le 23 août 2010 entre Oséo Financement et la Société pour un montant total de 1.500.000 euros ; et
 - (B) la Banque de l'Economie du Commerce et de la Monétique de se prévaloir de la clause d'exigibilité anticipée en cas de changement de contrôle de la Société stipulée dans le contrat de prêt professionnel conclu le 28 mai 2009 entre la Banque de l'Economie du Commerce et de la Monétique et la Société pour un montant total de 230.000 euros ; et
- (ii) l'accord du donneur d'ordre principal de la Société dans le cadre de son activité '*Fabrication pour maisons de luxe*' sur le transfert au profit de l'Initiateur du caractère *intuitu personae* du contrat de sous-traitance industrielle conclu le 11 mars 2010 et son prolongement jusqu'au 31 décembre 2014.

5.9. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés en cas de démission, licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin à raison d'une offre publique

Il n'existe pas d'accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés en cas de démission, licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin à raison d'une offre publique.

6. AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT LE TANNEUR & CIE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Le Tanneur & Cie seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Conformément aux dispositions de l'article 231-29 du règlement général de l'AMF, dans le cas où l'AMF demanderait une rectification de ces informations, ces rectifications seront mises à disposition du public selon les mêmes modalités.

7. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Hervé Descottes
Directeur général