

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR

LE TANNEUR

**EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES
TITRES DE LA SOCIETE LE TANNEUR & CIE**

INITIE PAR

TOLOMEI PARTICIPATIONS



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 5 octobre 2017. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Avis important

En application des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Associés en Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le projet d'offre publique d'achat simplifiée et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites de Le Tanneur & Cie (<http://www.letanneuretcie.com/>) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Le Tanneur & Cie
128-130 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 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 simplifiée. Un communiqué sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

REMARQUES PRELIMINAIRES

Dans le présent projet de note en réponse ("**Projet de Note en Réponse**"):

- le terme « **Assemblée Générale Mixte** » désigne l'assemblée générale des actionnaires de la Société à caractère ordinaire et extraordinaire intervenue le 27 septembre 2017 aux fins de statuer notamment sur l'Augmentation de Capital Réservée et l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS ;
- le terme « **Augmentation de Capital avec Maintien du DPS** » désigne l'augmentation de capital de la Société avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant de 3.542.056¹ euros faisant l'objet d'une délégation de compétence au conseil d'administration décidée lors de l'Assemblée Générale Mixte ;
- le terme « **Augmentation de Capital Réservée** » désigne l'augmentation de capital de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription au bénéfice de Tolomei, relative à l'émission de 4.320.000 actions ordinaires nouvelles de la Société, décidée par l'Assemblée Générale Mixte le 27 septembre 2017 et dont la réalisation a été constatée par le conseil d'administration de la Société le 29 septembre 2017 ;
- le terme « **Avance en Compte Courant d'Actionnaire** » désigne les avances en compte courant consenties par QLG à la Société depuis 2012 d'un montant de 8,9 millions d'euros à échéance décembre 2017, 1,0 million d'euros à échéance juin 2018 et 1,0 million d'euros à échéance août 2018, dont le montant en cumulé s'élevait en principal et intérêts courus au 1er septembre 2017 à 10.911.033 euros et ayant été intégralement remboursée par la Société à QLG le 29 septembre 2017 ;
- le terme « **Groupe** » désigne le groupe de sociétés constitué par la Société et l'ensemble des sociétés entrant dans son périmètre de consolidation ;
- le terme « **Groupe Tolomei** » désigne Tolomei et toute autre société qui, directement ou indirectement, par un ou plusieurs intermédiaires, contrôle, est contrôlée par, ou est sous contrôle conjoint de Tolomei au sens de l'Article L. 233-3 du Code de commerce ;
- le terme « **Le Tanneur** » ou « **Société** » désigne Le Tanneur & Cie ;
- le terme « **Pacte d'Actionnaires** » désigne le pacte d'actionnaires non constitutif d'une action de concert en date du 29 septembre 2017 conclu entre Tolomei et QLG, en présence de la Société (intervenant à l'acte uniquement pour les besoins de l'acceptation de la clause décrite à la section 7.7 du présent Projet de Note en Réponse);
- le terme « **Plan de Recapitalisation et de Développement** » désigne le plan de recapitalisation et de développement visé dans le Protocole d'Accord tel que détaillé dans la section 1.3.1 du présent Projet de Note en Réponse ;
- le terme « **Protocole d'Accord** » désigne le protocole d'accord conclu le 1er août 2017 entre QLG, Tolomei et la Société, relatif au Plan de Recapitalisation et de Développement ;
- le terme « **QLG** » désigne la société Qatar Luxury Group - Fashion S.P.C., société de droit qatari, dont le siège social est situé P.O. Box 15604, Doha, Qatar, enregistrée sous le numéro 44213, ou tout affilié qu'elle pourrait se substituer, conformément aux termes du Protocole d'Accord ;
- le terme « **Suppression des Droits de Vote Double** » désigne la suppression des droits de vote double prévus par l'article 11.6 des statuts de Le Tanneur et l'article L.225-123 du Code

¹ Sur la base d'une parité de souscription de 7 actions nouvelles pour 17 actions existantes; une action donnant droit à un droit préférentiel de souscription.

de Commerce ; suppression décidée par l'Assemblée Générale Mixte et l'assemblée spéciale des titulaires de droits de vote double le 27 septembre 2017 et ayant pris effet lors de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée le 29 septembre 2017 ;

- le terme « **Initiateur** » ou « **Tolomei** » désigne la société Tolomei Participations, société par actions simplifiée au capital de 280.500 euros, dont le siège social est situé 89, rue Réaumur, 75002 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 452 794 811.

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Termes de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, Tolomei Participations, société par actions simplifiée au capital de 280.500,00 euros, dont le siège social est situé 89 rue Réaumur, 75002 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 452 794 811 (l'« **Initiateur** » ou « **Tolomei** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Le Tanneur & Cie, société anonyme au capital de 8.602.136 euros, dont le siège social est situé 128-130, Quai de Jemmapes, 75010 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 414 433 797 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000075673 (« **Le Tanneur** » ou la « **Société** ») d'acquérir la totalité des actions de la Société qui ne sont pas déjà détenues par l'Initiateur au prix unitaire de 2,50 euros dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre fait suite au franchissement par Tolomei des seuils de 30% et de 50% du capital et des droits de vote de la Société résultant, comme annoncé les 23 juin et 2 août 2017, de la réalisation le 29 septembre 2017 d'une augmentation de capital en numéraire de la Société réservée à Tolomei pour un montant de 10.800.000 euros (avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires) (l'« **Augmentation de Capital Réservée** »).

A la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient 4.320.000 actions Le Tanneur, représentant 50,2% du capital et autant de droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 8.602.136 actions et 8.597.036 droits de vote.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Natixis, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissement présentateur, a déposé auprès de l'AMF le 5 octobre 2017, le projet d'Offre et le projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** »).

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

Natixis, en qualité d'établissement présentateur (l'« **Etablissement Présentateur** »), garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Il est rappelé qu'à la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient 50,2% du capital et autant de droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 8.602.136 actions et de 8.597.036 droits de vote.

L'Offre porte sur la totalité des actions Le Tanneur existantes non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, y compris les 5.100 actions auto-détenues par la Société.

Il est toutefois précisé que QLG, qui détient à la date du présent Projet de Note en Réponse 3.664.856 actions Le Tanneur, a indiqué qu'il s'engageait à ne pas apporter à l'Offre les actions de la Société qu'il détient.

En conséquence, le nombre total de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre s'élève à 617.280 actions représentant 7,18% du capital et autant de droits de vote.

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun autre titre de capital, instrument financier ou droit émis par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de celle-ci.

1.3 Contexte et motifs de l'Offre

1.3.1 Plan de recapitalisation et de développement de Le Tanneur basé sur trois opérations successives

Depuis plusieurs années, Le Tanneur souffre d'un environnement économique défavorable à sa branche d'activité Marques propres sur le territoire domestique en raison d'une consommation atone et d'une concurrence accrue. Par ailleurs, la Société n'a pas eu la possibilité de poursuivre les deux objectifs principaux qui avaient conduit à la prise de participation majoritaire de Qatar Luxury Group – Fashion S.P.C (« **QLG** ») en mai 2011, à savoir le lancement d'une marque de luxe qatarie et le développement international de la marque Le Tanneur. Depuis 2011, la Société a dégagé des résultats nets déficitaires et son soutien financier a été assuré par QLG par le biais de l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire.

Dans ce contexte, des négociations se sont ouvertes en mai 2017 entre Tolomei, QLG et la Société avec pour objectif de (i) restaurer l'équilibre financier du Groupe de manière à assurer sa pérennité par un renforcement de ses fonds propres et de sa trésorerie, (ii) apurer l'endettement du Groupe en remboursant l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire consentie par QLG, (iii) accélérer le développement du Groupe en lui adjoignant l'expertise reconnue du Groupe Tolomei dans la fabrication et la distribution d'articles de maroquinerie, et (iv) assurer à Tolomei une participation majoritaire dans le capital de la Société.

Le 23 juin 2017, Le Tanneur a annoncé l'entrée en négociation exclusive de Le Tanneur, QLG et Tolomei, en vue d'une recapitalisation et du développement de Le Tanneur pour un montant d'au moins 13.300.000 euros en trois étapes telles que détaillées ci-dessous (le « **Plan de Recapitalisation et de Développement** »).

Les discussions entre les parties ont abouti à la signature le 1er août 2017 d'un protocole d'accord prévoyant la mise en œuvre du Plan de Recapitalisation et de Développement (le « **Protocole d'Accord** »). A la suite de l'exercice par QLG de l'option dont il disposait aux termes du Protocole d'Accord de souscrire à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS à hauteur d'un montant d'1 million d'euros, le montant du Plan de Recapitalisation et de Développement a été porté à 14,3 millions d'euros.

QLG détenait au moment de la signature du Protocole d'Accord 85,6% du capital et 92% des droits de vote de la Société.

Ce Plan de Recapitalisation et de Développement vise à améliorer significativement les perspectives de Le Tanneur, en particulier en lui permettant (i) de rembourser l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire, (ii) de disposer des moyens de poursuivre son développement, et (iii) de s'adjoindre l'expertise et l'expérience reconnues de Tolomei dans la fabrication et la distribution d'articles de maroquinerie de luxe.

Ce Plan de Recapitalisation et de Développement prévoit les trois opérations successives suivantes dont la première a d'ores et déjà été réalisée et a permis à Tolomei de devenir actionnaire majoritaire de Le Tanneur :

- Une augmentation de capital de 10.800.000 euros au prix de 2,50 euros par action réservée à Tolomei, qui a fait l'objet d'un prospectus visé le 18 septembre 2017 par l'AMF (visa n°17.491) et a été approuvée par l'Assemblée Générale Mixte et dont la réalisation a été constatée par le conseil d'administration de la Société le 29 septembre 2017 (l'Augmentation de Capital Réservée). Il est par ailleurs précisé que, lors de cette Assemblée Générale Mixte, les

actionnaires de Le Tanneur ont décidé de supprimer les droits de vote double prévus par l'article 11.6 des statuts de Le Tanneur et l'article L.225-123 du Code de Commerce et qu'une assemblée spéciale des titulaires de droits de vote double s'est également tenue le 27 septembre 2017 pour décider cette suppression (la Suppression des Droits de Vote Double). Ainsi, à l'issue de l'Augmentation de Capital Réservee et de la Suppression des Droits de Vote Double, Tolomei détient 50,2% du capital et autant de droits de vote de la Société et QLG détient 42,6% du capital et autant de droits de vote de Le Tanneur. La somme de 10.800.000 euros levée dans le cadre de cette Augmentation de Capital Réservee a permis à la Société de rembourser intégralement l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire le 29 septembre 2017 ;

- L'Offre, à laquelle QLG s'est engagé à ne pas apporter ses actions Le Tanneur et à l'issue de laquelle l'Initiateur n'a pas l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire de la Société ;
- A l'issue du dernier règlement-livraison de l'Offre, une augmentation de capital en numéraire d'un montant de 3.542.056² euros avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, au prix de souscription de 1 euro par action (l'Augmentation de Capital Avec Maintien du DPS). Cette Augmentation de Capital Avec Maintien du DPS fera l'objet d'un prospectus d'admission soumis au visa préalable de l'AMF, étant précisé que (i) QLG a, le 28 août 2017, fait part de son intention de souscrire à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS pour un montant de 1.000.000 d'euros (en exerçant une partie de ses DPS à titre irréductible), et que (ii) Tolomei s'est engagé à souscrire la totalité des actions non-souscrites de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS (déduction faite toutefois des actions couvertes par l'engagement de souscription de QLG). QLG s'est par ailleurs engagé à ne pas souscrire à cette Augmentation de Capital Avec Maintien du DPS pour un montant supérieur à 1.000.000 euros (les DPS non-exercés ne feront pas l'objet d'une cession ou d'un reclassement et les actions correspondantes pourront être souscrites par l'ensemble des autres actionnaires de la Société à titre réductible).

1.3.2 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Le Tanneur avant l'Augmentation de Capital Réservee et la Suppression des Droits de Vote Double

Le capital social de Le Tanneur s'élevait, avant la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservee et la Suppression des Droits de Vote Double, à 4.282.136 euros, divisé en 4.282.136 actions d'une valeur nominale de 1 euro chacune.

Le tableau ci-dessous présente, à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote théoriques de la Société au 31 juillet 2017, avant la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservee et la Suppression des Droits de Vote Double.

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques ³
Qatar Luxury Group – Fashion S.P.C	3.664.856	85,6	7.329.712	91,9
Diversita SARL	376.845	8,8	376.845	4,7
M. Philippe SPRUCH	46.425	1,1	46.425	0,6
Concert Diversita/Spruch	423.270	9,9	423.270	5,3
Public	173.610	4,1	183.490	2,3
Cadres	15.300	0,4	30.300	0,4
Le Tanneur & Cie	5.100	0,1	5.100	0,1
Total	4.282.136	100,0	7.971.872	100,0

² Sur la base d'une parité de souscription de 7 actions nouvelles pour 17 actions existantes; une action donnant droit à un droit préférentiel de souscription.

³ Conformément à l'article 233-1 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.

1.3.3 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Le Tanneur à la suite de l'Augmentation de Capital Réservée et de la Suppression des Droits de Vote Double

Conformément au Plan de Recapitalisation et de Développement, l'Assemblée Générale Mixte a voté l'Augmentation de Capital Réservée le 27 septembre 2017 et le conseil d'administration de la Société a constaté la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée le 29 septembre 2017. Les principales caractéristiques de cette Augmentation de Capital Réservée étaient les suivantes :

- Nombre d'actions nouvelles émises : 4.320.000
- Montant de l'augmentation de capital (hors prime d'émission) : 4.320.000 euros
- Produit brut d'émission : 10.800.000 euros ;
- Prix de souscription : 2,50 euros par action nouvelle de la Société, dont la souscription a été réalisée en numéraire, soit une prime de 31,58% par rapport au dernier cours précédant l'annonce du projet de Plan de Recapitalisation et de Développement le 23 juin 2017, soit le 6 juin 2017 (1,90 euros).
- Souscription réservée à Tolomei.

La Suppression des Droits de Vote Double a pris effet concomitamment à la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée, le 29 septembre 2017.

Le tableau ci-dessous présente, à la connaissance de la Société, sur la base de la répartition du capital et des droits de vote de la Société au 31 juillet 2017, le capital et les droits de vote théoriques de la Société à la suite de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée et de la Suppression des Droits de Vote Double le 29 septembre 2017.

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques ⁴
Tolomei Participations	4.320.000	50,2	4.320.000	50,2
Qatar Luxury Group – Fashion S.P.C	3.664.856	42,6	3.664.856	42,6
Diversita SARL	376.845	4,4	376.845	4,4
M. Philippe SPRUCH	46.425	0,5	46.425	0,5
Concert Diversita/Spruch	423.270	4,9	423.270	4,9
Public	173.610	2,0	173.610	2,0
Cadres	15.300	0,2	15.300	0,2
Le Tanneur & Cie	5.100	0,1	5.100	0,1
Total	8.602.136	100,0	8.602.136	100,0

1.3.4 Offre publique obligatoire simplifiée et engagement de QLG de ne pas apporter ses actions de la Société à l'Offre

En raison du franchissement des seuils de 30% et de 50% en capital et en droits de vote, Tolomei est tenu de déposer une offre publique d'achat simplifiée sur la totalité des actions de Le Tanneur qu'il ne détient pas déjà à la date du présent Projet de Note en Réponse, et ce au prix de 2,50 euros par action, conformément aux articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF.

QLG, qui détient à la date du présent Projet de Note en Réponse, 42,6% du capital et autant de droits de vote de la Société, s'est engagé auprès de l'Initiateur, comme annoncé le 23 juin 2017, à ne pas apporter à l'Offre les 3.664.856 actions Le Tanneur qu'il détient.

⁴ Conformément à l'article 233-1 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.

1.3.5 Augmentation de Capital avec Maintien du DPS

A la suite du dernier règlement-livraison de l'Offre, sur le fondement de la troisième résolution approuvée par les actionnaires de la Société lors de l'Assemblée Générale Mixte relative à la délégation de compétence à conférer au Conseil d'administration à l'effet de décider une augmentation de capital en numéraire avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires d'un montant maximum de 3.600.000 euros, le conseil d'administration de la Société décidera et réalisera l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS dont les principales caractéristiques seront les suivantes :

- Maintien du droit préférentiel de souscription aux profits des actionnaires de la Société ;
- Produit brut d'émission : 3.542.056 euros ;
- Prix de souscription : 1 euro par action nouvelle de la Société, dont la souscription sera réalisée en numéraire ;
- QLG s'est engagé à souscrire à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS à hauteur de 1.000.000 euros et à ne pas exercer ses droits préférentiels de souscription au-delà de ce qui est nécessaire pour souscrire à cette somme (ces DPS ne feront pas l'objet d'une cession ou d'un reclassement et les actions correspondantes pourront être souscrites par l'ensemble des autres actionnaires de la Société à titre réductible).

Tolomei s'est engagé à souscrire la totalité des actions non-souscrites de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS (déduction faite toutefois des actions couvertes par l'engagement de souscription de QLG).

Les tableaux ci-dessous présentent, à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote théoriques de la Société à la suite de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS selon plusieurs scénarii.

Répartition du capital social et des droits de vote après l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS dans l'hypothèse où (i) 50% des titres visés par l'Offre ont été apportés à l'Offre, (ii) l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS a été intégralement souscrite et libérée à titre irréductible par l'ensemble des actionnaires (la souscription de QLG à titre irréductible étant toutefois plafonnée à un million d'euros), et où (iii) le solde des actions émises et non-souscrites à titre irréductible et réductible a été intégralement souscrit par Tolomei*:

	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques⁵
Tolomei	6 730 419	55,4	6 730 419	55,4
QLG ¹	4 664 856	38,4	4 664 856	38,4
Diversita SARL	532 014	4,4	532 014	4,4
M. Philippe SPRUCH	65 535	0,5	65 535	0,5
Sous-total Concert Diversita/Spruch	597 549	4,9	597 549	4,9
Public	124 668	1,0	124 668	1,0
Mandataires sociaux et salariés ²	21 600	0,2	21 600	0,2
Le Tanneur ³	5 100	0,0	5 100	0,0
Total	12 144 192	100,0	12 144 192	100,0

¹ Il est rappelé qu'aux termes du Protocole d'Accord QLG s'est engagé à ne pas apporter ses actions à l'Offre et s'est engagé à n'exercer ses DPS qu'à hauteur de 1 million d'actions nouvelles

² En prenant l'hypothèse que les mandataires sociaux et salariés et le concert Diversita / Spruch n'apporteront pas à l'Offre

³ Les droits préférentiels de souscription attachés aux actions autodétenues seront cédés durant la période de négociation des DPS

* Conformément à l'engagement de souscription de Tolomei mentionné ci-avant

⁵ Conformément à l'article 233-1 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.

Répartition du capital social et des droits de vote après l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS dans l'hypothèse où (i) 50% des titres visés par l'Offre ont été apportés à l'Offre, (ii) seuls Tolomei et QLG ont souscrit à titre irréductible à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS (à hauteur de un million d'actions s'agissant de QLG conformément au Protocole d'Accord), et où (iii) le solde des actions émises et non-souscrites a été intégralement souscrit par Tolomei*:

	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques ⁶
Tolomei	6 948 861	57,2	6 948 861	57,2
QLG ¹	4 664 856	38,4	4 664 856	38,4
Diversita SARL	376 845	3,1	376 845	3,1
M. Philippe SPRUCH	46 425	0,4	46 425	0,4
Sous-total Concert Diversita/Spruch	423 270	3,5	423 270	3,5
Public	86 805	0,7	86 805	0,7
Mandataires sociaux et salariés ²	15 300	0,1	15 300	0,1
Le Tanneur ³	5 100	0,0	5 100	0,0
Total	12 144 192	100,0	12 144 192	100,0

¹ Il est rappelé qu'aux termes du Protocole d'Accord QLG s'est engagé à ne pas apporter ses actions à l'Offre et s'est engagé à n'exercer ses DPS qu'à hauteur de 1 million d'actions nouvelles

² En prenant l'hypothèse que les mandataires sociaux et salariés et le concert Diversita / Spruch n'apporteront pas à l'Offre

³ Les droits préférentiels de souscription attachés aux actions autodétenues seront cédés durant la période de négociation des DPS

* Conformément à l'engagement de souscription de Tolomei mentionné ci-avant

1.4 Modalités de l'Offre

Les modalités de l'Offre sont décrites à la section 2.3 du Projet de Note d'Information.

1.4.1 Procédure d'apport à l'Offre

La procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.4 du Projet de Note d'Information.

1.4.2 Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.5 du Projet de Note d'Information.

1.4.3 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.7 du Projet de Note d'Information.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 29 septembre 2017 par voie de conférence téléphonique, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. L'ensemble des membres du conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés, étant précisé que Monsieur Faleh Al Nasr était représenté par Monsieur Reza Ali et que Madame Laurence Mottet était représentée par Monsieur Eric Dailey. Madame Isabelle Calinaud était également présente en qualité de représentante du Comité d'entreprise.

Les termes de l'Offre tels que repris dans le Projet de Note d'Information transmis par l'Initiateur ont été rappelés aux membres du Conseil d'administration.

⁶ Conformément à l'article 233-1 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.

Les administrateurs ont ensuite pris connaissance du rapport du cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Philippe Leroy, désigné par le conseil d'administration lors de sa séance du 4 juillet 2017 en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Augmentation de Capital Réservée et de l'Offre proposées aux actionnaires de la Société (l'« **Expert Indépendant** »).

Le conseil d'administration a par ailleurs pris acte que le comité central d'entreprise de la Société, consulté sur l'opération avant signature du Protocole d'Accord, a émis un avis favorable sur le projet d'Offre le 7 juillet 2017.

Un extrait du procès-verbal de cette réunion contenant l'avis motivé du conseil d'administration est reproduit ci-dessous :

*"Il est rappelé au Conseil que Tolomei Participations (« **Tolomei** » ou l'« **Initiateur** ») s'est engagé à proposer de manière irrévocable aux actionnaires de la Société d'acquérir la totalité de leurs actions de la Société au prix unitaire de 2,50 euros (l'« **Offre** »).*

Le Conseil a eu accès aux éléments suivants :

- *le projet de note d'information établi par l'Initiateur qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'Initiateur et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Natixis, banque présentatrice ;*
- *une copie du protocole d'investissement conclu le 1^{er} août 2017 entre l'Initiateur, Qatar Luxury Group - Fashion S.P.C. et la Société ;*
- *une copie du pacte d'actionnaires conclu le 29 septembre 2017 entre Tolomei et Qatar Luxury Group - Fashion S.P.C. ;*
- *le rapport de l'Expert Indépendant ;*
- *le projet de note en réponse de la Société prévue à l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.*

Il est rappelé que l'Offre fait suite à la réalisation de l'augmentation de capital réservée à Tolomei, constatée par le Conseil à l'occasion de la première résolution ci-dessus.

L'Initiateur détient ainsi directement, avant l'ouverture de l'Offre, 4.320.000 actions de la Société, représentant 50,2% du capital et des droits de vote de la Société.

Le Conseil a ensuite examiné le rapport de l'Expert Indépendant. Il est rappelé que le rapport de l'Expert Indépendant se compose du rapport sur les termes et conditions de l'Augmentation de Capital Réservée et du rapport complémentaire sur les termes et conditions de l'Offre. Il est précisé que le rapport sur les termes et conditions de l'Augmentation de Capital Réservée a déjà fait l'objet d'un examen par le Conseil d'administration en date du 5 septembre 2017.

La conclusion du rapport de l'Expert Indépendant sur l'Offre est la suivante :

"Le prix de l'OPAS de 2,5 € présente des primes significatives par rapport aux derniers cours cotés avant l'annonce de l'Opération et par rapport aux valorisations effectuées par Associés en Finance. La réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée, première étape de l'Opération, a d'ores et déjà un effet « relatif » sur la valeur pour l'actionnaire de Le Tanneur.

Les termes et conditions de l'OPAS sont donc équitables pour les actionnaires minoritaires, qui bénéficient en outre de la possibilité de monétiser immédiatement leur investissement dans un titre très peu liquide, et de primes significatives par rapport aux valorisations que les travaux d'Associés en Finance ont mises en exergue".

Le Conseil a également examiné les conséquences de l'Offre pour les salariés et relevé que le projet de note d'information de l'Initiateur indique qu'il n'est pas anticipé que la prise de contrôle de Le Tanneur par Tolomei ait des conséquences en matière d'emploi.

Il est rappelé que le 7 juillet 2017 le comité central d'entreprise de la Société a émis un avis favorable sur le plan de recapitalisation et de développement de la Société, dont l'Offre est une des composantes.

En considération de ce qui précède et prenant acte des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil, à l'unanimité des membres présents ou représentés, à l'exception de Monsieur Eric Dailey (tant en son nom propre qu'en qualité de représentant de Laurence Mottet) et Madame Suzanne Stahlie, qui n'ont pas pris part au vote en raison de leurs fonctions au sein de Tolomei :

- **constate**, après en avoir délibéré, que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- **décide** d'émettre un avis favorable sur l'Offre ;
- **décide** que la Société apportera ses 5.100 actions auto-détenues à l'Offre ;
- **approuve** le projet de note d'information en réponse de la Société ;

recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre."

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1, I du règlement général de l'AMF, le cabinet Associés en Finance a été désigné le 4 juillet 2017 par le conseil d'administration en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Augmentation de Capital Réservee et de l'Offre.

Le cabinet Associés en Finance a conclu, dans son rapport qui a été établi en date du 29 septembre 2017, au caractère équitable du prix proposé dans le cadre de l'Offre aux actionnaires.

Le rapport du cabinet Associés en Finance, au vu duquel le conseil d'administration de la Société du 29 septembre 2017 a émis son avis motivé est reproduit en annexe A du Projet de Note en Réponse.

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Les membres du conseil d'administration de la Société ne sont pas détenteurs d'actions de la Société (étant rappelé que Monsieur Eric Dailey contrôle, directement et indirectement, l'Initiateur).

5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

Le conseil d'administration de la Société a décidé que la Société apporterait à l'Offre les 5.100 actions auto-détenues par la Société.

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

À l'exception du Protocole d'Accord dont les stipulations sont décrites à la section 1.3 et du Pacte d'Actionnaires dont les stipulations sont décrites aux sections 7.7 et 7.8.1, la Société n'a connaissance d'aucun autre accord et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou susceptible d'avoir un impact significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, étant rappelé qu'aux termes du Protocole d'Accord QLG s'est engagé auprès de l'Initiateur à ne pas apporter ses actions à l'Offre.

7. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital de la Société

Le capital de la Société, d'un montant de 8.602.136 euros à la date du présent Projet de Note en Réponse, est divisé en 8.602.136 actions, d'une valeur nominale d'1 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques ⁷
Tolomei Participations	4.320.000	50,2	4.320.000	50,2
Qatar Luxury Group – Fashion S.P.C	3.664.856	42,6	3.664.856	42,6
Diversita SARL	376.845	4,4	376.845	4,4
M. Philippe SPRUCH	46.425	0,5	46.425	0,5
Concert Diversita/Spruch	423.270	4,9	423.270	4,9
Public	173.610	2,0	173.610	2,0
Cadres	15.300	0,2	15.300	0,2
Le Tanneur & Cie	5.100	0,1	-	-
Total	8.602.136	100,0	8.597.036	100,0

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

7.2 Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

Il n'existe pas de restrictions statutaires ou de nature conventionnelle relatives à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société.

Conformément aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à franchir à la hausse ou à la baisse les seuils prévus par ces articles doit informer la Société du nombre total d'actions que celle-ci qu'elle possède, dans les délais et conditions prévus par les dispositions légales et réglementaires. Elle doit en informer également l'Autorité des marchés financiers dans les conditions prévues par lesdits articles.

En cas de non-respect de cette obligation d'information, l'actionnaire sera, dans les conditions et limites définies par le Code de commerce, privé du droit de vote afférent aux titres dépassant le seuil considéré.

7.3 Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Le Tanneur (article L. 233-11 du Code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Le tanneur et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

⁷ Conformément à l'article 233-1 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.

7.4 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 ci-dessus.

En application des articles L.233-7 et suivants du Code de commerce, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuil suivantes à la suite de la réalisation définitive de l'Augmentation de Capital Réservée:

- L'Initiateur a déclaré avoir franchi à la hausse les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,1/3% et 50% en capital et en droits de vote;
- QLG a déclaré avoir franchi à la baisse les seuils de 90% en droits de vote et 66,2/3% et 50% en capital et en droits de vote.

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

Néant. Il est rappelé que les droits de vote double prévus par l'article 11.6 des statuts de Le Tanneur et l'article L.225-123 du Code de commerce ont été supprimés par décisions de l'Assemblée Générale Mixte et de l'assemblée spéciale des titulaires de droits de vote double le 27 septembre 2017. Cette suppression des droits de vote double a pris effet lors de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée le 29 septembre 2017.

7.6 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

Aux termes du Pacte d'Actionnaires, QLG s'est engagé à ne pas faire obstacle à la mise en place en 2018 d'un nouveau financement sous la forme d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription s'il s'avérait nécessaire au redressement et au développement de la Société. Tolomei et QLG ont précisé aux termes de ce pacte qu'ils n'agissaient pas de concert entre eux vis-à-vis de la Société au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce.

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration de la Société

En vertu de l'article 13 de ses statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) membres au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi en cas de fusion.

Les membres du conseil d'administration sont nommés pour une durée de six ans, sous réserve des dispositions relatives à la limite d'âge. Ils sont rééligibles sous la même réserve.

Dès lors que le nombre d'administrateurs ayant dépassé 70 ans est supérieur au tiers des administrateurs en fonction, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office. Le mandat de l'administrateur ainsi réputé démissionnaire d'office prendra fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice au cours duquel le dépassement aura lieu.

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

Le Conseil d'administration élit parmi ses membres un Président, personne physique, qui organise et dirige les travaux du Conseil d'administration.

Aux termes du Pacte d'Actionnaires, QLG pourra désigner deux administrateurs tant qu'il détiendra plus de 20% du capital de la Société et un administrateur s'il détient entre 10% et 20% du capital de la Société. QLG pourra par ailleurs désigner un membre du comité d'audit (si un tel comité venait à être mis en place) tant qu'il détiendra plus de 10% du capital de la Société. Le Pacte d'Actionnaires a été conclu pour une durée de dix années, étant toutefois convenu qu'il prendra fin par anticipation en cas de franchissement à la baisse du seuil de 10% en capital.

7.8.2 Règles applicables à la modification des statuts

Conformément à l'article 30 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions, étant précisé qu'elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart, et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

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

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

Conformément à l'article 15 des statuts de la Société, le conseil d'administration ne délibère valablement que si la moitié au moins des administrateurs sont présents. Les décisions sont prises à la majorité des voix des membres présents ou représentés. En cas de partage des voix, celle du Président de séance est prépondérante.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Date de l'assemblée générale	Nature de l'autorisation/délégation	Durée	Montants utilisés	Montant autorisé et plafond global
27 septembre 2017 (3ème résolution)	Délégation de compétence au Conseil d'Administration à pour augmenter le capital en numéraire avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	12 mois	Néant	3.600.000
8 juin 2017 (8ème résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'Administration de consentir des options donnant droit à la souscription d'actions au profit des salariés et des mandataires sociaux.	38 mois	Néant	10% du capital existant au moment où les options sont attribuées
8 juin 2017 (9ème résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'Administration de	38 mois	Néant	10% du capital existant à la date de décision

	procéder à des attributions d'actions gratuites à émettre au profit des salariés et les mandataires sociaux			d'attribution
--	---	--	--	---------------

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

A la connaissance de la Société et dans la mesure où, à ce jour, la Société est déjà contrôlée par Tolomei, il n'existe aucun accord contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

Il est précisé que l'engagement de soutien financier consenti par QLG aux termes duquel ce dernier s'était engagé à fournir à Le Tanneur les moyens financiers lui permettant de faire face à ses engagements vis-à-vis de ses créanciers et à poursuivre son activité, jusqu'au 30 septembre 2018 a pris fin le 29 septembre 2017 à l'occasion de la réalisation définitive de l'Augmentation de Capital Réservée ayant entraîné la prise de contrôle de la Société par Tolomei.

7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique

Le contrat de travail de Jean Clenet avec la société Maroquinerie des Orgues prévoit le versement en cas de licenciement, sauf faute grave ou lourde, d'une indemnité forfaitaire brute de prélèvement sociaux d'un montant de 156.000 euros (en ce compris toute indemnité légale ou conventionnelle de licenciement).

8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Le Tanneur (<http://www.letanneuretcie.com/>), et pourra être obtenu sans frais au siège social de Le Tanneur, 128-130 quai de Jemmapes, 75010 Paris.

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données du présent Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Eric Dailey

Président-Directeur Général

ANNEXE A
RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
CABINET ASSOCIES EN FINANCE

Attestation d'équité d'Associés en Finance sur les termes et conditions de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par Tolomei Participations sur le solde des titres Le Tanneur et Cie, suite à l'augmentation de capital Le Tanneur et Cie réservée à Tolomei Participations

Cette attestation constitue un rapport complémentaire à l'attestation d'équité d'Associés en Finance du 1^{er} septembre 2017 relative à l'augmentation de capital réservée à Tolomei Participations.

29 septembre 2017



SOMMAIRE

I.	Missions et moyens	4
II.	Le Tanneur : présentation, analyse et stratégie.....	7
	II.A. Présentation de Le Tanneur : historique et activités	7
	II.B. Actionnariat et organigramme de la Société	9
	II.B.1. Structure de la Société.....	9
	II.B.2. Actionnariat de la Société avant l'Opération.....	9
	II.C. Marché et perspectives	10
	II.D. Eléments de risque et positionnement de LTC dans son environnement opérationnel.....	12
	II.E. Analyse financière de Le Tanneur	14
	II.E.1. Analyse du compte de résultat	14
	II.E.2. Analyse du bilan.....	16
	II.E.3. Analyse du tableau de flux	18
III.	Evaluation de Le Tanneur	19
	III.A. Examen du cours de l'action	19
	III.B. Méthodes de valorisation écartées.....	23
	III.B.1. Méthode de l'actif net comptable.....	23
	III.B.2. Méthode de l'actif net réévalué.....	23
	III.B.3. Valorisation par les dividendes.....	23
	III.B.4. Méthode des comparables boursiers.....	23
	III.B.5. Méthode des transactions comparables	24
	III.C. Méthodes de valorisation retenues : méthodes d'actualisation des flux de trésorerie.....	25
	III.C.1. Choix méthodologiques.....	25
	III.C.2. Estimation des flux prévisionnels	26
	III.C.3. Estimation du coût des ressources de financement.....	29
	III.C.4. Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie en <i>stand-alone</i>	32
	III.C.5. Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie post Augmentation de Capital Réserve	33
	III.C.6. Analyse de sensibilité de la valorisation post Augmentation de Capital Réserve	34
	III.D. Références d'évaluation.....	35
IV.	Analyse des travaux de la banque présentatrice	36
	IV.A. Les méthodes écartées	36
	IV.B. Les méthodes retenues.....	36

IV.B.1. Analyse des cours de bourse	36
IV.B.2. Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels en <i>stand-alone</i>	36
IV.B.3. Méthodologie de valorisation par actualisation des flux de trésorerie post Augmentation de Capital Réserve	38
IV.B.4. Examen des transactions récentes sur le capital de LTC	38
IV.B.5. Synthèse	39
V. Conclusion d'Associés en Finance.....	40
VI. Annexe 1 : Présentation de l'expert.....	42
VII. Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival®	46
VII.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres.....	46
VII.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital	48
VIII. Annexe 3 : présentation des sociétés de l'échantillon de comparables (méthode de valorisation non retenue)	50
IX. Annexe 4 : détail des transactions intervenues dans le secteur	52

I. Missions et moyens

Contexte

Le Tanneur & Cie (ci-après « **Le Tanneur** », « **LTC** » ou « **la Société** ») est une société française spécialisée dans la fabrication et distribution de produits de maroquinerie. En mai 2011, Qatar Luxury Group Fashion S.P.C. (ci-après « **QLG** »), société détenue par la Qatar Foundation, a pris le contrôle de la Société par le rachat des participations détenues par Hervé Descottes et deux fonds d'investissement, soit 53% du capital, avant de lancer une offre publique d'achat à la suite de laquelle la part de QLG au capital de LTC s'élevait à 86%.

Par cette opération, la société qatarie souhaitait entrer sur le marché du luxe et constituer un groupe international spécialisé dans la maroquinerie, les souliers, le prêt-à-porter et la joaillerie. La stratégie mise en place par QLG était de poursuivre les activités de LTC en valorisant son savoir-faire traditionnel. QLG avait également l'intention de lancer sa propre marque de luxe QELA et d'en confier la production à LTC. Bien que la Société ait procédé à des investissements publicitaires ambitieux sur la marque LE TANNEUR, sa situation financière a été affectée par sa forte exposition au marché français, dans un contexte économique morose, et un problème de positionnement de ses marques propres. Depuis 2011, LTC enregistre des pertes et a été essentiellement financée par un prêt en compte courant d'actionnaire consenti par QLG.

Dans ce contexte, LTC a annoncé le 23 juin 2017 un projet de recapitalisation soutenu par Tolomei Participations (ci-après « **Tolomei** »), société holding du groupe Tolomei présidée par Eric Dailey, pour un montant compris entre 13,3 M€ et 14,3 M€. Des négociations exclusives ont été initiées entre LTC, son actionnaire principal QLG, qui détenait avant la recapitalisation 85,6% du capital, et Tolomei, avec pour objectif de faire face au remboursement du prêt en compte courant d'actionnaire (ci-après le « **Compte Courant d'Actionnaire** ») de 9,5 M€ accordé par QLG, d'améliorer les perspectives et le développement de la Société, ainsi que de permettre à LTC de s'associer à une société avec une forte expertise dans le domaine de la maroquinerie de luxe. Le 2 août 2017, le Compte Courant d'Actionnaire a été porté à 10,5 M€ et LTC a annoncé la signature du protocole d'investissement entre son actionnaire majoritaire QLG et Tolomei dans le cadre du projet de recapitalisation. Le 28 août 2017, QLG a exercé son option prévue par le protocole d'investissement, qui lui permet de participer au projet de recapitalisation à hauteur de 1,0 M€, portant le montant de celle-ci à 14,3 M€.

Tolomei intervient dans des activités similaires à celles de LTC : le groupe détient des marques propres, notamment Renaud Pellegrino, spécialisée dans la maroquinerie, et PK-214, spécialisé dans les accessoires de mode et les chaussures, mais procède également à de la sous-traitance pour des marques de luxe françaises et étrangères. En 2009, Tolomei a également fondé Cemalac, une *joint-venture* avec Lacoste, spécialisée dans la maroquinerie, qu'il a gérée jusqu'à la fin de l'année 2016.

Descriptif de l'Opération

LTC, QLG et Tolomei se sont accordés sur un plan de recapitalisation en trois étapes (ci-après « **l'Opération** ») :

- **La première étape** consiste en une augmentation de capital en numéraire avec suppression du droit préférentiel de souscription réservée à Tolomei à un prix de 2,5 € par action (ci-après l'« **Augmentation de Capital Réservee** ») pour un montant total de 10,8 M€. A l'issue de cette étape¹, Tolomei détient 50,2% du capital. Cette première étape permet le remboursement du Compte Courant d'Actionnaire consenti par QLG.

¹ L'Augmentation de Capital Réservee a été approuvée par l'Assemblée Générale des Actionnaires le 27 septembre 2017

- **La deuxième étape** est le lancement par Tolomei d'une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **OPAS** » ou l'« **Offre** ») obligatoire portant sur l'ensemble des actions de la société non détenues par Tolomei à un prix de 2,5 € par action. Il convient de noter que Tolomei n'a pas l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire des actions Le Tanneur et que QLG s'est engagé à ne pas apporter ses actions à l'OPAS. A l'issue de cette étape, la participation de Tolomei au capital de LTC s'élèverait entre 50,2% et 57,4%.
- **La troisième étape** est une augmentation de capital en numéraire avec maintien du droit préférentiel de souscription au prix de 1,0 € par action (ci-après « **l'Augmentation de Capital avec DPS** »), pour un montant total de 3,5 M€, garantie à hauteur de 2,5 M€ par Tolomei, QLG s'étant engagé à souscrire pour un montant de 1,0 M€.

QLG et Tolomei n'agissent pas de concert vis-à-vis de la Société. A l'issue de ces trois étapes, la part de Tolomei au capital de LTC devrait être comprise entre 53,8% et 61,5%.

Mission d'Associés en Finance

Le 4 juillet 2017, le Conseil d'Administration de Le Tanneur a désigné Associés en Finance en tant qu'expert indépendant pour apprécier le caractère équitable des termes et conditions de l'Augmentation de Capital Réservée et de l'OPAS.

L'intervention d'Associés en Finance concernant l'OPAS, dont fait l'objet la présente attestation d'équité, s'inscrit dans le cadre de l'application de l'article 261-1-I 1°, 2° et 4° du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, qui prévoit la nomination d'un expert pour attester du caractère équitable d'une offre publique « lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

Indépendance

Associés en Finance est indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante. Associés en Finance et ses salariés :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de Le Tanneur ou de ses filiales au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation. La présente attestation d'équité constitue un prolongement de la mission d'expertise au titre de l'augmentation de capital réservée menée en date du 1^{er} septembre 2017 ² ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Opération, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter l'indépendance d'Associés en Finance. Pour information, la seule opération au cours des dix-huit derniers mois, au titre de laquelle Associés en Finance était expert indépendant, et dont Natixis était établissement co-présentateur, était l'offre publique d'achat simplifiée initiée en 2017 par le groupe Bolloré sur Blue Solutions ;

² Pour information, Détoyat Associés avait été mandaté pour mener en 2011 l'expertise indépendante relative à l'Offre publique d'achat initiée par QLG sur les titres Le Tanneur

-
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Opération, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Opération, susceptible d'affecter leur indépendance ;
 - ne se sont vus confier aucune mission – autre que celle faisant l'objet de la présente Mission – par les sociétés concernées par l'Opération pour les mois à venir.

En conséquence, Associés en Finance remplit les critères d'indépendance requis pour effectuer cette mission, et confirme ne pas avoir de conflits d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

La présente attestation se prononce sur le caractère équitable des termes et conditions de l'OPAS, et constitue un complément du rapport au titre de l'Augmentation de Capital Réservee en date du 1^{er} septembre 2017. Les deux volets de la mission d'Associés en Finance sont indissociables l'un de l'autre, portant sur le même projet de recapitalisation de la Société.

Avertissement

Les informations utilisées pour la réalisation de nos travaux ont soit été fournies par Le Tanneur et ses conseils, soit étaient publiques.

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de Le Tanneur, et de ses filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont Le Tanneur ou ses filiales pourraient faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans qu'Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à la ratification de sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de Le Tanneur du 4 juillet 2017, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 5 juillet 2017 au 29 septembre 2017. Le présent rapport a été établi sur la base des cours au 28 septembre 2017 et constitue un prolongement du rapport à celui établi en date du 1^{er} septembre 2017 dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservee.

II. Le Tanneur : présentation, analyse et stratégie

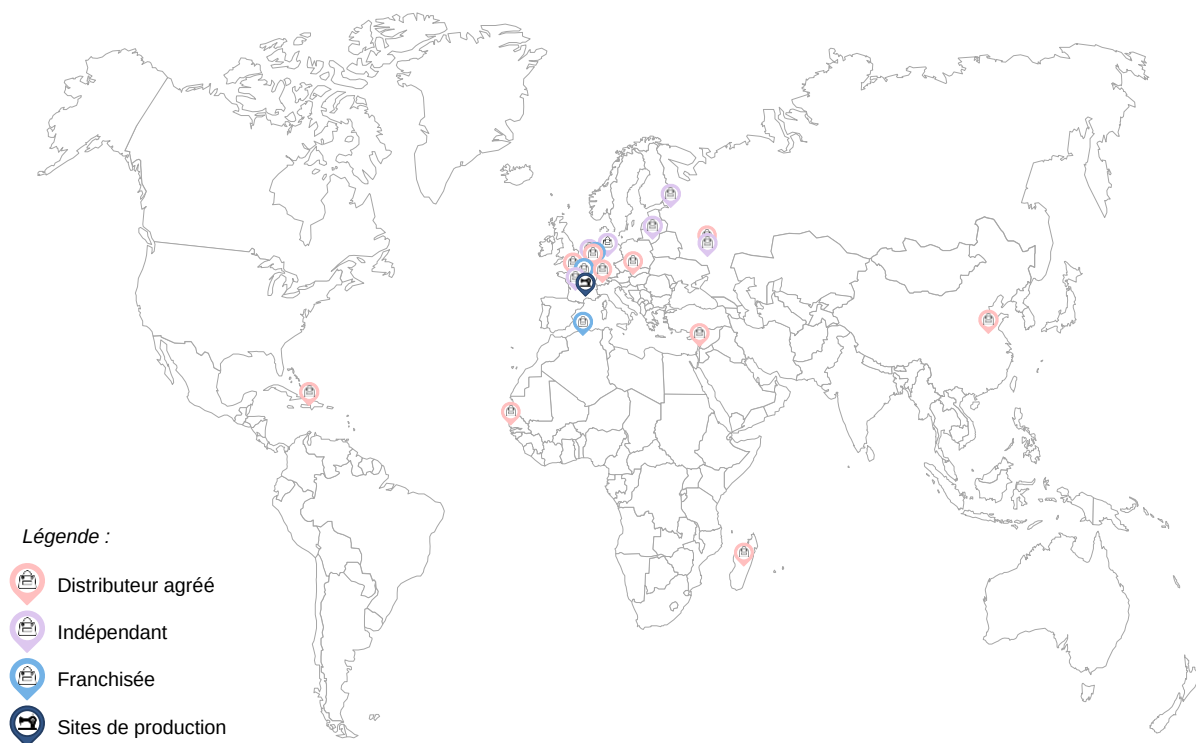
II.A. Présentation de Le Tanneur : historique et activités

La marque Le Tanneur est née de l'association d'un maroquinier et d'un tanneur en 1898. A l'époque, elle conçoit et produit de la petite maroquinerie, notamment le porte-monnaie « Sans Couture », qui demeure une pièce emblématique de la marque. Aujourd'hui, la gamme de produits proposés par Le Tanneur s'est élargie, allant de la petite maroquinerie aux sacs de voyage. En 1997, Hervé Descottes reprend la marque Le Tanneur ainsi que la marque Soco, pour former LTC. La marque Soco, née en 1932, a notamment connu un essor particulier dans les années 80. En avril 2000, LTC a été introduite sur le second marché de la Bourse de Paris.

La Société intervient aujourd'hui sur deux branches d'activités :

- **la sous-traitance pour des maisons de luxe** (ci-après la « **Fabrication pour Maisons de Luxe** »), qui consiste en la sous-traitance de produits de maroquinerie opérée sur deux sites de production situés à Bort-les-Orgues en Corrèze ;
- **la gestion de ses marques Le Tanneur et Soco** (ci-après les « **Marques Propres** »). Les marques de LTC sont distribuées via un réseau d'environ 300 boutiques multimarques, de 49 boutiques (29 magasins détenus en propre, 17 magasins affiliés, 2 franchisés et 1 site Internet) en France et à l'étranger et de 80 *corners* en grands magasins. Elles offrent une gamme de produits allant de la petite maroquinerie (accessoires et portefeuilles) aux sacs et bagages. Une partie des collections est produite sur son second site français à Belley dans l'Ain. Le reste de la production est sous-traité en Chine, en Inde et au Maghreb (cf. Figure 1).

Figure 1
Réseau mondial Le Tanneur

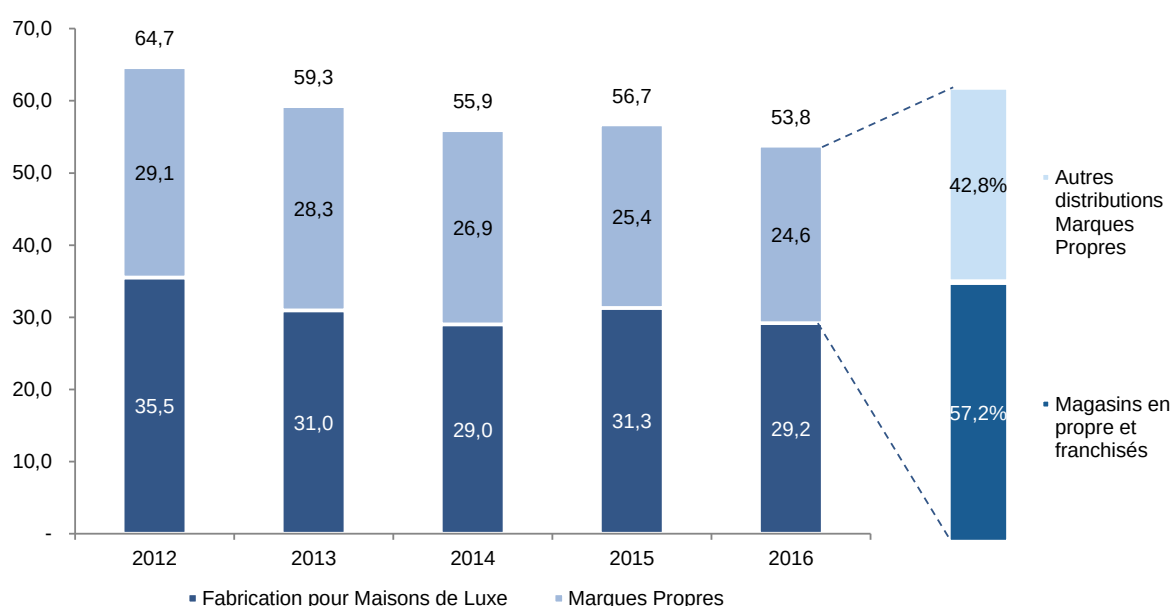


Source : Le Tanneur

La part de ces deux activités dans le chiffre d'affaires de la Société est stable sur la période 2012-2016. En 2012 l'activité Fabrication pour Maisons de Luxe représentait 54,9% du chiffre d'affaires de la Société et l'activité Marques Propres représentait 45,1%. A la fin de l'année 2016, les activités Fabrication pour Maisons de Luxe et Marques Propres représentaient respectivement 54,3% et 45,7% du chiffre d'affaires de LTC.

Les marques propres sont distribuées par la Société via son réseau de magasins, qui peuvent être détenus en propre ou franchisés (ci-après « **Magasins en propre et franchisés** »), ainsi que via des distributeurs externes (détaillants indépendants, grands magasins), sur son site internet et sur les sites internet d'autres distributeurs (ci-après « **Autres distributions Marques Propres** »). La part des ventes Marques Propres de la Société via son réseau de Magasins en propre et franchisés a progressé sur la période 2012-2016 : en 2016, ce réseau de distribution a généré 57,2% du chiffre d'affaires Marques Propres de la Société contre 52,1% en 2012.

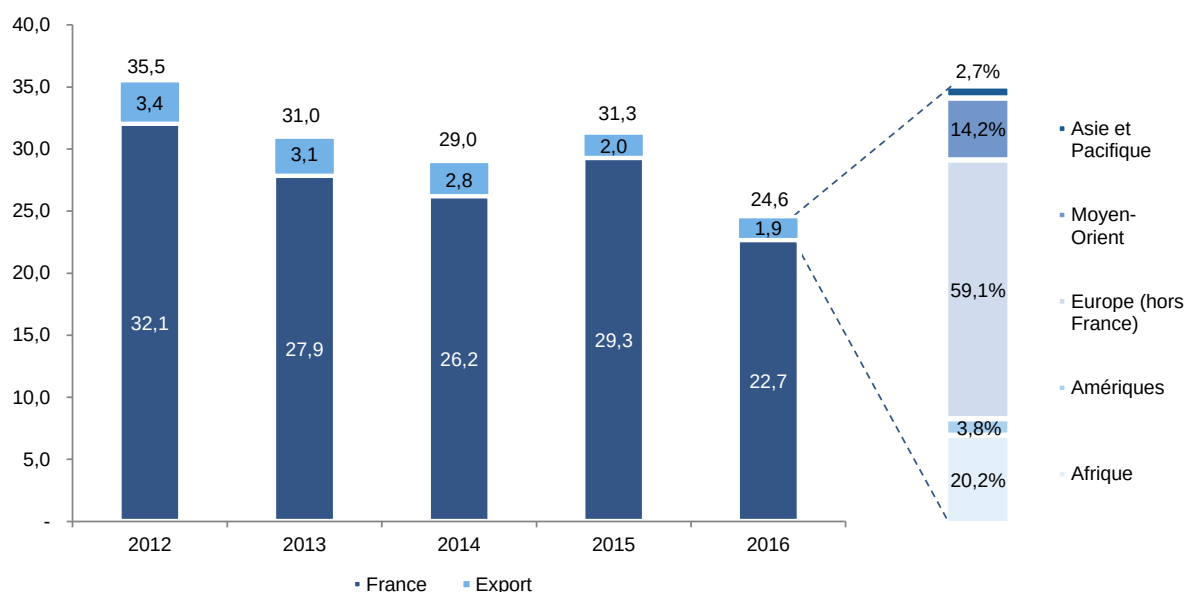
Figure 2
Evolution du chiffre d'affaires par activité sur 5 ans (M€) et répartition 2016 des ventes Marques Propres



Source : Le Tanneur

Les marques de LTC sont principalement vendues en France, dont le marché représente 92,4% du chiffre d'affaires Marques Propres en 2016. A l'international, c'est le marché européen qui est prédominant : l'Europe (hors France) représente 59,1% du chiffre d'affaires à l'export de l'activité Marques Propres de la Société en 2016, mais celui-ci a reculé de -11,8% sur l'année 2016 alors qu'il progressait sur le reste des exportations, notamment grâce aux bonnes performances en Asie-Pacifique. Ce recul sur le marché européen s'explique essentiellement par l'arrêt des ventes en Russie, qui était jusqu'alors le premier pays exportateur européen, suite à l'arrêt brutal par le partenaire russe de ses importations en raison de la dépréciation du rouble face à l'euro suite aux sanctions européennes et à la crise économique qui ont touché le pays.

Figure 3
Evolution du chiffre d'affaires Marques Propres sur 5 ans et répartition géographique des exportations en 2016 (en M€)



Source : Le Tanneur

II.B. Actionnariat et organigramme de la Société

II.B.1. Structure de la Société

Le Tanneur, qui opère en direct l'activité Marques Propres, consolide également deux entités, Sopadima Far East, basée à Hong Kong et qui n'a plus d'activité depuis le mois d'avril 2015, et la Maroquinerie des Orgues, créée en 2010, qui regroupe les activités de la branche Fabrication pour Maisons de Luxe, réalisées sur son site de Bort-les-Orgues.

II.B.2. Actionnariat de la Société avant l'Opération

L'actionnariat de LTC est réparti entre QLG, très largement majoritaire au capital, M. Philippe Spruch et sa holding Diversita SARL, des cadres de la Société et le public (Cf. Figure 4 et Figure 5).

Figure 4
Répartition de l'actionnariat au 31 juillet 2017

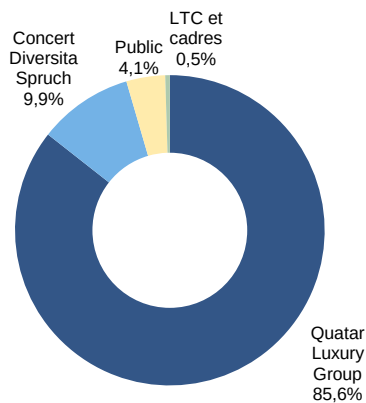
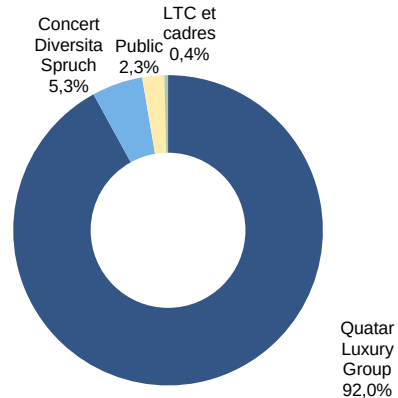


Figure 5
Répartition des droits de vote en assemblée générale au 31 juillet 2017



Source : Le Tanneur

QLG, société qatarie, a pris le contrôle de LTC en 2011 par l'acquisition de la totalité des actions qui étaient détenues par le groupe familial Descottes et par deux fonds d'investissements actionnaires depuis 2006 (après la sortie du capital de LTC de la famille Vuitton). QLG est également actionnaire d'une marque de luxe qatarie Qela et d'autres sociétés spécialisées dans le secteur de la restauration. QLG est détenu par la Qatar Foundation.

LTC a été introduite en bourse en avril 2000. A la fin de cette année, le flottant représentait 34,5% du capital de LTC. Le reste du capital était détenu à 22,4% par le groupe familial Descottes, à 15,7% par des fonds d'investissements et à 27,4% par la famille Vuitton³. A la fin de l'année 2016, la part du flottant ne représente plus que 4,1% du capital (cf. Figure 4).

II.C. Marché et perspectives

Le chiffre d'affaires généré par l'activité Fabrication pour Maisons de Luxe est corrélé à la santé du marché du luxe international, alors que l'essentiel de l'activité Marques Propres de la Société est réalisé en France et en Europe.

Le marché mondial du luxe a subi une légère contraction de -0,8% en 2016, notamment du fait du recul du tourisme en Europe, tandis que le marché de la maroquinerie de luxe s'établissait en légère hausse (cf. Figure 6 et Figure 7). D'après une étude du cabinet Bain & Company, le marché du luxe devrait progresser en 2017 et atteindre entre 254 Mds€ et 259 Mds€, soit une croissance de +2% à +4%, porté par une reprise du marché chinois et du tourisme en Europe. Selon cette même étude, le marché mondial du luxe devrait croître modérément à horizon 2020 entre +3% et +4% par an⁴.

³ Source : Document de référence de l'exercice 2000

⁴ Source : « Edition de printemps de l'étude mondiale de Bain & Company sur le marché des produits de luxe », Bain & Company, 2017

Figure 6
Evolution du marché global du luxe depuis 2010
(en Mds€)

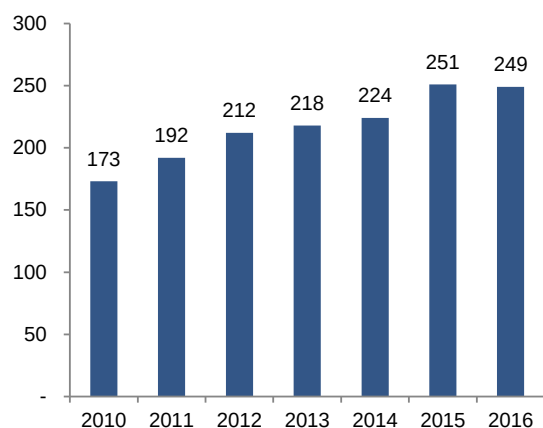
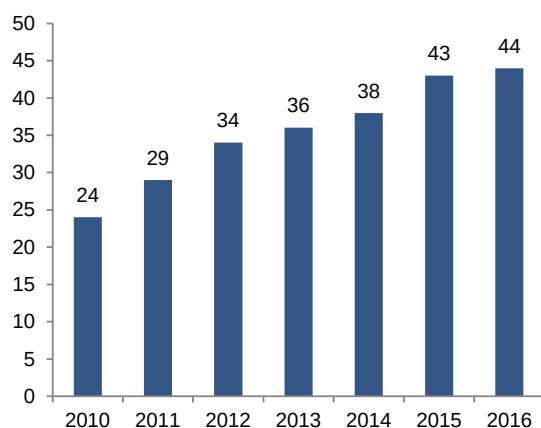


Figure 7
Evolution du marché de la maroquinerie de luxe depuis 2010 (en M€)

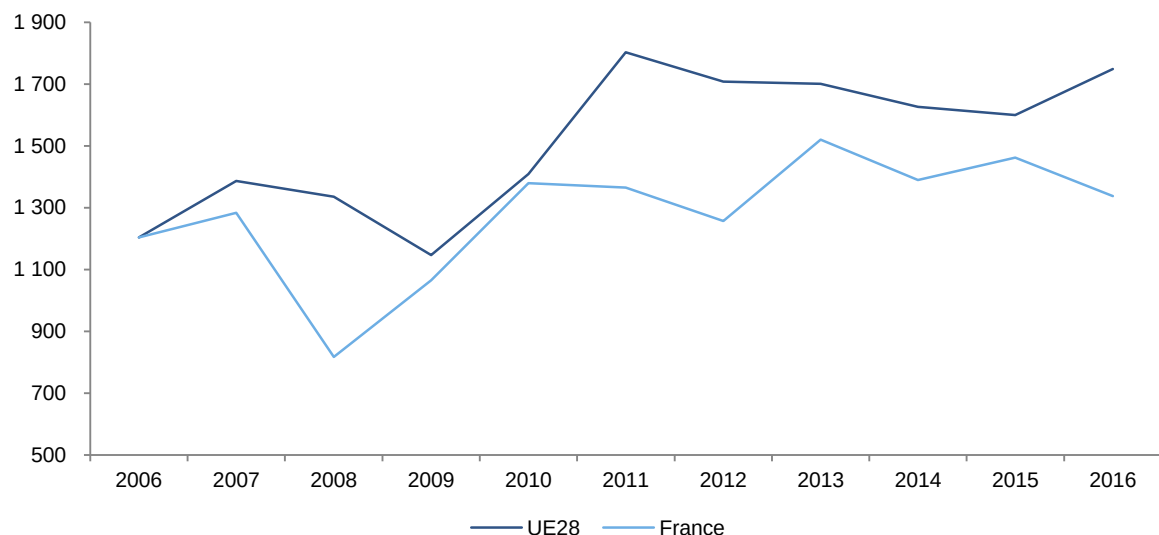


Source : Xerfi

Note : les chiffres concernent les articles de maroquinerie, d'habillement, d'horlogerie, de joaillerie, de parfumerie et de cosmétique

La production française et européenne d'articles en cuir (valises, sacs, bracelets et accessoires) suit une tendance haussière depuis 2010, avec néanmoins une baisse de la production française en 2016. Cette réduction du volume de production en France est la conséquence d'une diminution des commandes et devrait impacter négativement le chiffre d'affaires des tanneurs en 2017, annoncé en contraction de -0,5%. Cependant, les commandes devraient redémarrer en 2018, ce qui occasionnerait une amélioration du chiffre d'affaires des tanneurs de +1,5% sur cet exercice⁵.

Figure 8
Evolution de la production française et européenne de produits de maroquinerie (en K€)



Source : Eurostat

Note : volume de production concernant les sacs, valises, sac, bracelets et accessoires en cuir

⁵ Source : « La production du cuir travaillé », Xerfi, 2017

II.D. Éléments de risque et positionnement de LTC dans son environnement opérationnel

Les différents éléments de positionnement de LTC dans son environnement opérationnel et concurrentiel, et les facteurs de risque caractérisant son activité, sont le support de la matrice SWOT présentée pour la Société dans le Tableau 1 page 13. Ils se répercutent sur l'évolution de ses résultats financiers (cf. section II.E sur l'analyse financière des comptes du Groupe).

Sensibilité du chiffre d'affaires à l'environnement économique et au tourisme

Les évolutions économiques qui ont suivi la crise financière de 2008 ont montré l'impact du niveau de croissance économique sur les produits de maroquinerie (Luxe ou haut de gamme de la grande consommation, créneau sur lequel les marques propres de Le Tanneur se positionnent) (cf. Figure 8). Le Groupe est également sensible à l'évolution du tourisme en France et en Europe, les exportations du Groupe hors de ces zones étant limitées. La baisse de la fréquentation touristique en France, que ce soit en raison d'un contexte économique mondial moins favorable ou de risques sécuritaires (attentats en 2015 et 2016), a un impact direct sur l'activité Marques Propres de Le Tanneur. Un tel mouvement influence également l'activité de la branche Fabrication pour Maisons de Luxe qui sont en capacité de réduire leurs commandes auprès de Le Tanneur s'ils sont confrontés à un contexte économique moins favorable.

Positionnement concurrentiel et positionnement des marques

Les ventes du Groupe sont directement liées à la notoriété des marques françaises, ainsi qu'à l'attrait des consommateurs pour les produits français, en particulier au titre de l'activité Fabrication pour Maisons de Luxe.

Sur le segment « Marques Propres », même si la marque Le Tanneur bénéficie d'une forte notoriété en France, celle-ci est assez limitée en dehors de l'Hexagone. La marque Soco est pour sa part peu exploitée actuellement. Cette activité de Marques Propres s'inscrit dans un univers concurrentiel large. Les principaux concurrents de Le Tanneur sur son créneau de vente, soit le haut de gamme de la grande consommation, sont Longchamp, Furla ou Lancel.

Relations avec les clients et les donneurs d'ordres

Le principal risque clients se situe dans la branche Fabrication pour Maisons de Luxe, une part significative du chiffre d'affaires de la branche étant réalisée avec un donneur d'ordres principal, avec lequel la relation est régie par un contrat de sous-traitance renouvelé en 2017. De plus, les contrats mis en place laissent aux donneurs d'ordres historiques une certaine flexibilité quant au niveau de leurs commandes auprès de LTC. Pour atténuer ces risques de dépendance, la Société a noué ces dernières années des relations d'affaires avec de nouveaux partenaires, dont la taille des contrats est toutefois très inférieure à ceux des partenaires historiques.

La clé du succès de LTC dans ce domaine réside dans sa capacité à répondre aux standards de qualité des donneurs d'ordres, les relations de long terme nouées avec ces principaux donneurs d'ordres en étant le reflet.

En définitive, les éléments clés de succès dans les domaines d'activité de LTC (renommée des marques pour l'activité Marques Propres, standards de qualité pour la branche Fabrication pour Maisons de Luxe, et nombre d'acteurs assez limités étant en capacité de répondre aux attentes des donneurs d'ordre) constituent des barrières à l'entrée de nouveaux acteurs assez fortes.

Spécificités liées à la matière première

La matière première originelle, le cuir, ne constitue aujourd'hui plus qu'une part limitée des achats de matière (les peausseries représentant en 2016 23% des achats de matières premières

pour l'activité Fabrication pour Maisons de Luxe), la part d'autres matières comme les toiles synthétiques ayant tendance à s'accroître. De plus, la production de l'activité Marques Propres étant en grande partie sous-traitée, le risque d'approvisionnement en matières premières n'est plus supporté par le Groupe.

Il demeure toutefois des risques d'autres natures liés à la matière première, des risques environnementaux d'abord (activités de tannerie), et des risques de réputation d'autre part (image du secteur en cas de scandales liés à l'élevage industriel et au traitement des animaux).

Canaux de distribution et exposition internationale

La Société est encore très peu présente à l'international, où le potentiel de croissance de la maroquinerie française haut de gamme est important. Le développement de ce canal de distribution fait partie des axes stratégiques de la Société, particulièrement en Asie (potentiel en Chine, au Japon et à Taïwan).

Il convient de souligner également que les perspectives de croissance des canaux « classiques » tels que les magasins propres en France, les franchisés ou les détaillants multimarques sont assez faibles. Outre l'export, l'enjeu du développement de la société passe dès lors par l'accroissement des ventes en ligne (site de la Société, *web retailers*, etc.).

Synthèse de l'analyse sur les forces et faiblesses de Le Tanneur

Le Tableau 1 synthétise l'analyse d'Associés en Finance sur les facteurs de risque impactant Le Tanneur, et son positionnement, via une matrice de forces / faiblesses / opportunités / menaces. Celle-ci sert de base à l'évaluation du risque, et donc des taux d'actualisation pris en compte dans la valorisation du titre LTC plus loin dans ce rapport d'expertise.

Tableau 1
Analyse SWOT de Le Tanneur

Forces	Faiblesses
Forte notoriété de la marque Le Tanneur	Concentration du portefeuille client pour la branche Fabrication pour Maisons de Luxe et forte dépendance à un donneur d'ordres
Relations de longue durée avec les principaux donneurs d'ordres qui reconnaissent l'expertise et la qualité de la production de LTC	Flexibilité des contrats passés avec les donneurs d'ordre, susceptibles d'ajuster leurs commandes à tout moment
Concentration du marché de la sous-traitance française pour Maisons de Luxe	Dépendance exclusive au marché de la maroquinerie haut de gamme
Très bons standards qualité des produits fabriqués par Le Tanneur	Faible part du chiffre d'affaires réalisée à l'export qui occasionne une sensibilité importante au marché français
Barrières à l'entrée assez fortes	Nombre important de concurrents pour l'activité Marques Propres
	Structure financière très endettée
Opportunités	Menaces
Potentiel de développement à l'export, notamment en Asie	Baisse de la fréquentation touristique notamment en France
Potentiel de croissance grâce au digital et aux ventes en ligne	Risque lié à des polémiques sur le traitement des animaux dont la peau est utilisée pour le cuir
Revalorisation de la marque Soco dont le potentiel est actuellement peu utilisé	Risque sur le financement de la Société hors soutien de l'actionnaire majoritaire et risque de hausse des taux d'intérêt

Source : Associés en Finance

II.E. Analyse financière de Le Tanneur

II.E.1. Analyse du compte de résultat

Tableau 2
Compte de résultat consolidé de Le Tanneur sur la période 2013-S1 2017

Compte de résultat (M€)	2013	2014	2015	2016	S1 2016	S1 2017
Marques Propres	28,3	26,9	25,4	24,6	10,5	9,9
<i>Croissance</i>	<i>(2,9%)</i>	<i>(4,9%)</i>	<i>(5,5%)</i>	<i>(3,4%)</i>		<i>(5,6%)</i>
Fabrication pour Maisons de Luxe	31,0	29,0	31,3	29,2	15,3	15,9
<i>Croissance</i>	<i>(12,8%)</i>	<i>(6,3%)</i>	<i>7,9%</i>	<i>(6,7%)</i>		<i>3,8%</i>
Chiffre d'affaires consolidé	59,3	55,9	56,7	53,8	25,8	25,8
<i>Croissance</i>	<i>(8,4%)</i>	<i>(5,6%)</i>	<i>1,4%</i>	<i>(5,2%)</i>		<i>(0,0%)</i>
Achats consommés	(25,5)	(24,3)	(23,7)	(25,3)	(12,4)	(13,2)
Autres achats et charges externes	(13,2)	(11,2)	(9,9)	(10,1)	(5,0)	(5,2)
Impôts et taxes	(1,1)	(1,1)	(0,9)	(0,9)	(0,5)	(0,5)
Charges de personnel	(19,9)	(19,9)	(18,5)	(18,1)	(9,7)	(9,4)
Dotations et reprises	(1,9)	(1,6)	(1,4)	(1,2)	(0,5)	(0,7)
Autres produits et charges op. courantes	0,0	(0,5)	(2,0)	1,5	0,9	1,3
EBIT courant	(2,3)	(2,7)	0,2	(0,4)	(1,4)	(1,9)
<i>Marge d'EBIT courant (%)</i>	<i>(3,9%)</i>	<i>(4,8%)</i>	<i>0,4%</i>	<i>(0,8%)</i>	<i>(5,4%)</i>	<i>(7,5%)</i>
Autres produits et charges opérationnels	0,6	1,9	(0,4)	(0,4)	0,0	0,0
EBIT	(1,7)	(0,8)	(0,2)	(0,8)	(1,3)	(1,9)
<i>Marge d'EBIT (%)</i>	<i>(2,9%)</i>	<i>(1,4%)</i>	<i>(0,4%)</i>	<i>(1,5%)</i>	<i>(5,2%)</i>	<i>(7,3%)</i>
Coût de l'endettement financier net	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)
Autres produits et charges financières	0,1	0,2	0,1	0,0	(0,0)	(0,1)
Résultat avant impôts	(2,1)	(1,0)	(0,3)	(1,0)	(1,5)	(2,1)
Impôts totaux	0,4	(0,9)	(0,0)	(0,1)	0,0	(0,0)
Résultat net après impôts	(1,7)	(1,9)	(0,3)	(1,1)	(1,5)	(2,1)
<i>Marge nette (%)</i>	<i>(2,9%)</i>	<i>(3,3%)</i>	<i>(0,5%)</i>	<i>(2,0%)</i>	<i>(5,7%)</i>	<i>(8,1%)</i>
Minoritaires	-	-	-	-	-	-
Résultat net des activités abandonnées	0,1	(0,5)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	-
Résultat net comptable part du groupe	(1,6)	(2,3)	(0,4)	(1,1)	(1,5)	(2,1)

Sources : Le Tanneur, Associés en Finance

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires consolidé de la Société est sur une tendance négative depuis plusieurs années. Malgré une légère croissance de +1,4% entre 2014 et 2015, le chiffre d'affaires a en moyenne diminué de -3,2% par an entre 2013 et 2016. Le chiffre d'affaires 2016 est issu à 54,3% de l'activité Fabrication pour Maisons de Luxe et à 45,7% de l'activité Marques Propres.

Cette baisse est d'autant plus marquée pour la branche Marques Propres, dont le chiffre d'affaires est en constante baisse depuis 2013 : il a diminué de -4,6% par an entre 2013 et 2016. Ceci est notamment dû à la conjoncture économique française, à une baisse de la consommation, ainsi qu'au repli du tourisme en France suite aux attentats de 2015 et 2016, déjà mentionné. Les ventes à l'export ont aussi reculé ces dernières années, ce qui a pesé sur le chiffre d'affaires de cette activité. Ainsi, la part des Marques Propres dans le chiffre d'affaires consolidé a légèrement diminué, passant de 47,7% en 2013 à 45,7% en 2016 et 38,4% au premier semestre 2017. Plus de la moitié du chiffre d'affaires (57,2%) de cette activité en 2016 est issue des Magasins en propre et franchisés de LT.

Le chiffre d'affaires de l'activité Fabrication pour Maisons de Luxe a connu une évolution plus mitigée entre 2013 et 2016. En moyenne, il a diminué de -1,9% par an avec cependant une année de forte croissance en 2015 (+7,9%). Ce chiffre d'affaires est directement impacté par les décisions des donneurs d'ordres et par la productivité des sites. Certains changements dans la chaîne de production, ou la mise en production de nouveaux produits, peuvent avoir un impact négatif sur la productivité et donc sur le chiffre d'affaires de la branche. En 2015, la production des lignes de maroquinerie de la marque de luxe qatarie QELA a été arrêtée, ce qui a eu un léger impact sur le chiffre d'affaires, mais Le Tanneur a commencé à travailler pour un nouveau donneur d'ordres.

Chiffre d'affaires du premier semestre 2017

Le chiffre d'affaires consolidé au premier semestre 2017 est stable par rapport à celui au premier semestre 2016 à 25,8 M€. Ce résultat est cependant inégal entre les deux activités de la Société : tandis que la branche Fabrication pour Maisons de Luxe voit son chiffre d'affaires augmenter de +3,8% principalement en raison du développement des relations avec les nouveaux donneurs d'ordres, l'activité Marques Propres enregistre de nouveau une contraction de son chiffre d'affaires, qui se replie de -5,6%.

Coûts des ventes, marge brute et frais généraux

Les coûts sont principalement constitués de main d'œuvre et d'achat de la matière première pour la branche Fabrication pour Maisons de Luxe, et de personnel commercial et d'achat des produits finis aux sous-traitants pour la branche Marques Propres.

Pour la branche Marques Propres, la Société ne supporte pas le risque lié à l'évolution du prix des matières premières, sauf pour les quelques produits réalisés sur son site de Belley. Dans la majorité des cas, ce risque est géré par les sous-traitants. Cependant, lorsque les ventes ont été décevantes, la Société peut avoir recours à du déstockage, ce qui a un impact à la baisse sur ses marges, qui dépendent du mix entre les canaux de distribution.

Au sein de la branche Fabrication pour Maisons de Luxe, la marge va différer selon les donneurs d'ordres : certains vont confier la matière première à la Société et seule la main d'œuvre sera facturée, alors que pour d'autres, LTC facture la matière première et la main d'œuvre. Il est aussi courant que, lors du lancement de nouveaux produits, la Société se retrouve face à une surconsommation de matières premières pendant la phase d'acquisition de compétences. Ces surcoûts ne sont pas refacturés au client : le coût des matières premières peut ainsi ponctuellement augmenter selon les cycles de renouvellement des produits par les donneurs d'ordres ; ceci a notamment été le cas au premier semestre 2017, où la mise en fabrication de nouveaux produits a entraîné des problèmes de productivité et de surconsommation de matières premières, ce qui a entraîné une diminution de la contribution de la branche Fabrication pour Maisons de Luxe au résultat opérationnel de la Société.

EBIT

L'EBIT consolidé de la Société est négatif depuis plusieurs années et la marge d'EBIT atteint -1,5% en 2016. Au premier semestre 2017, cette marge d'EBIT est de -7,5%, principalement du fait de problèmes ponctuels liés à la mise en fabrication de nouveaux produits. L'activité de la Société présente également une saisonnalité significative, le premier semestre représentant en moyenne 43,7% du chiffre d'affaires annuels sur les 4 derniers exercices.

Résultat financier et résultat net

Au regard de l'endettement significatif de la Société, le résultat financier est assez réduit : son financement est assuré par son actionnaire principal au travers d'avances de trésorerie qui ne donnaient plus lieu au paiement d'intérêts depuis le 1er juillet 2014, avant réintroduction d'une rémunération au taux d'intérêt EURIBOR 3 mois majoré de 1,5 % en janvier 2016. Le résultat net de

la Société est constamment négatif depuis 2013 et il atteint -1,1 M€ en 2016, soit -2,0% du chiffre d'affaires.

II.E.2. Analyse du bilan

Tableau 3
Bilan consolidé de Le Tanneur sur la période 2013-S1 2017

Bilan (M€) - au 31/12	2013	2014	2015	2016	S1 2017
Immobilisations incorporelles	3,4	4,7	4,9	3,9	4,2
Immobilisations corporelles	4,7	4,0	4,2	4,0	3,7
Immobilisations financières	0,7	0,7	1,1	0,6	0,6
Immobilisations	8,7	9,4	10,2	8,5	8,5
Actifs d'impôts différés	1,7	0,9	0,8	0,7	0,7
Stocks	15,8	15,2	10,6	13,5	14,4
Créances d'exploitation ⁽¹⁾	12,1	13,0	9,0	9,2	10,7
Actif circulant	27,9	28,2	19,7	22,7	25,2
Tresorerie et équivalents de trésorerie	4,2	3,7	2,6	3,5	1,7
Actif total	42,6	42,2	33,3	35,4	36,0
Fonds propres PdG	9,6	7,1	6,7	5,5	3,4
Minoritaires	-	-	-	-	-
Fonds propres	9,6	7,1	6,7	5,5	3,4
Provisions	0,7	0,7	0,6	0,4	0,4
Engagements de retraite et avantages assimilés	2,1	2,6	2,4	2,7	2,5
Dettes financières ⁽¹⁾	14,8	17,9	11,5	12,2	16,6
Dettes financières et assimilés	16,9	20,5	13,9	14,8	19,1
Dettes fournisseurs	8,4	7,0	5,6	8,3	
Autres dettes d'exploitation	7,0	6,8	6,7	6,4	
Passif circulant	15,3	13,8	12,2	14,7	13,1
Passif total	42,6	42,2	33,3	35,4	36,0
BFR	12,6	14,4	7,4	8,1	12,0
En % du CA	21,3%	25,7%	13,1%	15,0%	n.a.
Dettes financières nettes ⁽²⁾	12,7	16,8	11,3	11,4	17,4
Levier financier	132,5%	236,2%	169,0%	206,9%	517,5%

Sources : Le Tanneur, Associés en Finance

⁽¹⁾ Les créances et les dettes financières sont nettes du montant des créances CICE préfinancées par la BPI.

⁽²⁾ Y compris les engagements de retraite et avantages assimilés

La Société a recours à de « l'affacturage confidentiel » afin de faire face à ses besoins de liquidités à court terme en mobilisant une partie de ses créances clients. Les créances clients cédées au factor sont toujours enregistrées à l'actif de la Société, la trésorerie libérée par le factor vient augmenter les liquidités de la Société et en contrepartie une dette est enregistrée envers le factor.

Le Tanneur bénéficie depuis 2013 du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE). La Société n'ayant pas réalisé de bénéfices lors des derniers exercices, le CICE est comptabilisé en créances à son bilan. Ces créances peuvent soit être imputées sur l'IS sur les trois années suivant leur enregistrement, soit être encaissées à terme si elles n'ont pu être encaissées dans ces délais.

Afin de couvrir ses besoins en trésorerie, la Société a recours depuis 2013 au préfinancement d'une majorité de ses créances CICE par la BPI : Le Tanneur encaisse directement une partie de ses créances, en contrepartie d'une dette envers la BPI.

Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (BFR) consolidé de Le Tanneur est positif et atteint 8,1 M€ à fin décembre 2016 et 12,4 M€ à fin juin 2017 (hors créances CICE préfinancées par la BPI). Le BFR en pourcentage du chiffre d'affaires est variable d'une année à l'autre, notamment du fait des stocks et du mix entre les canaux de distribution.

Les stocks de matières premières sont principalement destinés à satisfaire les commandes de certains donneurs d'ordres : lorsque la matière première est confiée par le donneur d'ordres, celle-ci ne constitue pas du BFR pour la Société. Les stocks de produits finis proviennent de l'activité Marques Propres et varient selon le montant des ventes : le stock de fin décembre est ainsi très variable en fonction du succès des fêtes de fin d'année. Les créances clients sont à la fois liées aux délais de paiement des différents donneurs d'ordres, ainsi qu'à ceux auprès du réseau de vente de gros de l'activité Marques Propres. En effet, les ventes issues des Magasins en propre et franchisés de LTC sont payées au comptant. Une partie des dettes fournisseurs provient des délais de paiement négociés entre LTC et ses différents sous-traitants pour l'activité Marques Propres.

Composition de l'actif et structure financière

A fin 2016, l'actif immobilisé de la Société est constitué à 46% d'immobilisations incorporelles et à 47% d'immobilisations corporelles. Il atteint 8,5 M€ à fin décembre 2016, soit 24% de l'actif total de la Société. Les immobilisations incorporelles sont constituées pour plus 80% de droits aux baux et droits d'entrée, dont la valeur fait l'objet de tests de dépréciation annuels. Les autres immobilisations incorporelles sont des logiciels.

La Société affiche un endettement important puisque son levier financier atteint 207% à fin 2016, après retraitement des créances CICE préfinancées par la BPI, avec une dette nette de 11,4 M€. La dette nette à fin 2016 se décompose en 3,5 M€ de trésorerie, 2,7 M€ d'engagements de retraite et avantages assimilés et 12,2 M€ de dettes financières.

Les dettes financières sont principalement constituées du Compte Courant d'Actionnaire consenti par QLG, qui s'élève à 8,7 M€ à fin décembre 2016. Les autres dettes concernent les dettes envers le factor (2,0 M€ à fin 2016) puisque la Société a recours à l'affacturage d'une partie de ses créances, et les dettes liées aux crédits-baux. La Société dispose d'un stock de créances CICE à fin 2016 de 2,6 M€, dont une grande partie a déjà été préfinancée par la BPI (2,3 M€ à fin 2016).

Le montant de la dette nette a fortement augmenté au premier semestre 2017, ce qui a nécessité un nouveau soutien de QLG, sous la forme d'une avance complémentaire en compte courant d'actionnaires, qui atteint 9,5 M€ à fin juin 2017.

II.E.3. Analyse du tableau de flux

Tableau 4
Tableau de flux consolidé et retraité de Le Tanneur sur la période 2013-S1 2017 (1)

Tableau de flux (M€)	2013	2014	2015	2016	S1 2017
Capacité d'autofinancement	(0,8)	(1,2)	0,7	0,6	(1,6)
Impôts payés	(0,4)	(0,6)	(0,4)	(1,0)	(0,4)
Variation du BFR	2,8	(2,2)	6,1	0,3	(4,2)
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1,6	(4,0)	6,4	(0,1)	(6,1)
<i>En % du CA</i>	<i>2,7%</i>	<i>(7,1%)</i>	<i>11,2%</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>(23,6%)</i>
Investissements en immobilisations	(1,2)	(2,6)	(1,6)	(0,8)	(0,5)
Cession d'immobilisations	1,3	2,5	0,1	0,6	0,0
Investissements / Cession d'immobilisations fin.	(0,1)	0,0	-	0,0	0,0
Flux net de trés. lié aux investissements	0,0	(0,1)	(1,5)	(0,2)	(0,4)
<i>En % du CA</i>	<i>0,0%</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>(2,6%)</i>	<i>(0,3%)</i>	<i>(1,7%)</i>
Flux générés par l'activité post invest.	1,6	(4,1)	4,9	(0,3)	(6,5)
<i>En % du CA</i>	<i>2,8%</i>	<i>(7,3%)</i>	<i>8,7%</i>	<i>(0,5%)</i>	<i>(25,3%)</i>
Coût de l'endettement net financier	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,1)
Flux net de trés. post invest. et frais fin.	1,2	(4,4)	4,7	(0,5)	(6,6)

Sources : Le Tanneur, Associés en Finance

⁽¹⁾ Hors impact des cessions de créances au factor

Le Tableau 4 met en exergue la faible génération de flux par LTC sur les dernières années et notamment en 2014 (cf. les investissements ci-dessous), en 2016 et au premier semestre 2017. A ce titre, le soutien de son actionnaire QLG s'est révélé fondamental puisqu'il porte une grande partie de l'endettement financier de LTC, par le biais du Compte Courant d'Actionnaire.

Investissements

Les investissements de l'activité Marques Propres correspondent principalement au rachat de certains magasins, notamment en 2014, à des rénovations et des aménagements, ainsi qu'à la modernisation du système d'information par l'implantation en 2016 d'un nouvel ERP. Les cessions concernent certains magasins de la Société, comme les magasins d'Arcueil, de Périgueux et de Nice en 2016. En 2016, des travaux effectués sur le site de Belley constituent aussi une partie des investissements.

Au sein de la branche Fabrication pour Maisons de Luxe, les investissements sont constitués de matériels et logiciels industriels, ainsi que d'un montant important lié à des agencements de sécurisation de certains sites industriels en 2015.

Selon les années, les investissements en immobilisations en pourcentage du chiffre d'affaires ont pu varier entre 0,5% à 3,0% du chiffre d'affaires.

Distribution de dividendes

La Société affichant des pertes nettes depuis plusieurs années, il n'y a pas eu de distribution de dividendes depuis 2006.

III. Evaluation de Le Tanneur

III.A. Examen du cours de l'action

L'examen de l'évolution du cours de l'action LTC est mené avant annonce de l'Opération, soit au 23 juin 2017. Depuis l'annonce, le cours a fortement progressé pour s'établir à un niveau très légèrement inférieur au prix de l'OPAS. Le cours de clôture s'est établi à 2,41 € le 26 juin 2017, première séance post annonce de l'Opération, et à 2,42 € le 28 septembre 2017.

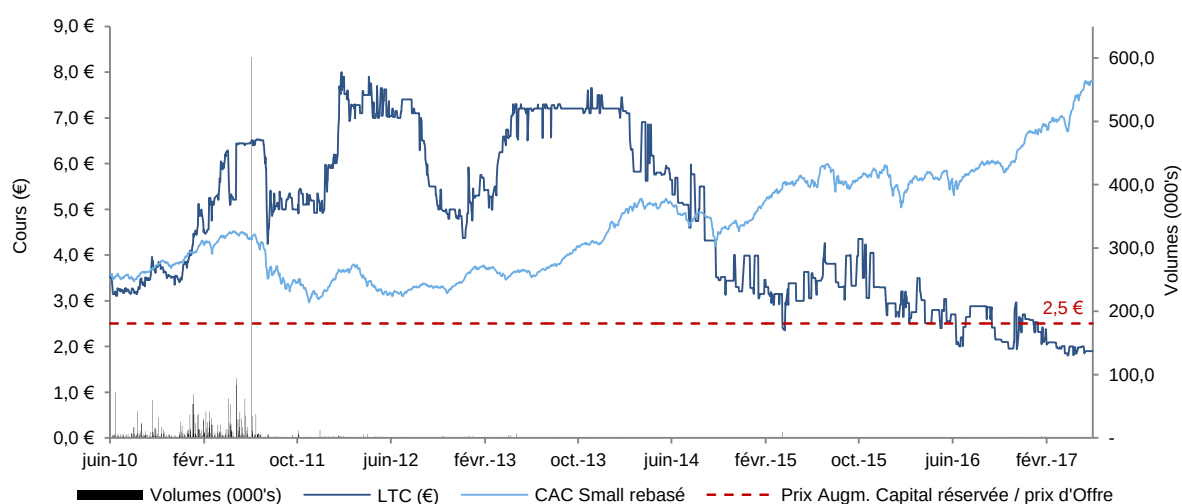
Depuis l'annonce de l'Opération, le cours du titre LTC n'a jamais dépassé 2,50 €, prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'OPAS et qui était aussi le prix d'émission des nouvelles actions lors de l'Augmentation de Capital Réservée.

Analyse sur longue période (2010 – 2017)

Le cours de l'action Le Tanneur a connu plusieurs cycles baissiers depuis 2010 : les pics du début de l'année 2011 correspondent à la période de prise de contrôle de la Société par QLG (puis à l'OPA que QLG avait lancée sur Le Tanneur à un prix de 6,51 € par action), à laquelle succède une baisse du cours fin 2011. Le cours de l'action progresse de nouveau en 2012, période d'importantes campagnes publicitaires ainsi que de la manifestation de fortes ambitions de développement initiées par QLG. Après une fin d'année 2012 chaotique, le cours progresse de nouveau en 2013, période durant laquelle Le Tanneur réédite son emblématique porte-monnaie « Sans couture ».

Depuis début 2014, le cours a entamé une baisse quasi-ininterrompue, passant de 7,45 € au 14 février 2012 à 1,90 € au 23 juin 2017. Ainsi, le cours a chuté de -74,5% entre ces deux dates, tandis que l'indice CAC Small, progressait de +59,8%. Cette baisse s'explique notamment par la succession de publications de résultats décevantes. Depuis la prise de contrôle par QLG, les volumes échangés sont très faibles et s'établissent en moyenne à 171 actions par séance de bourse sur les cinq dernières années.

Figure 9
Evolution boursière de l'action Le Tanneur (23 juin 2010 – 23 juin 2017)



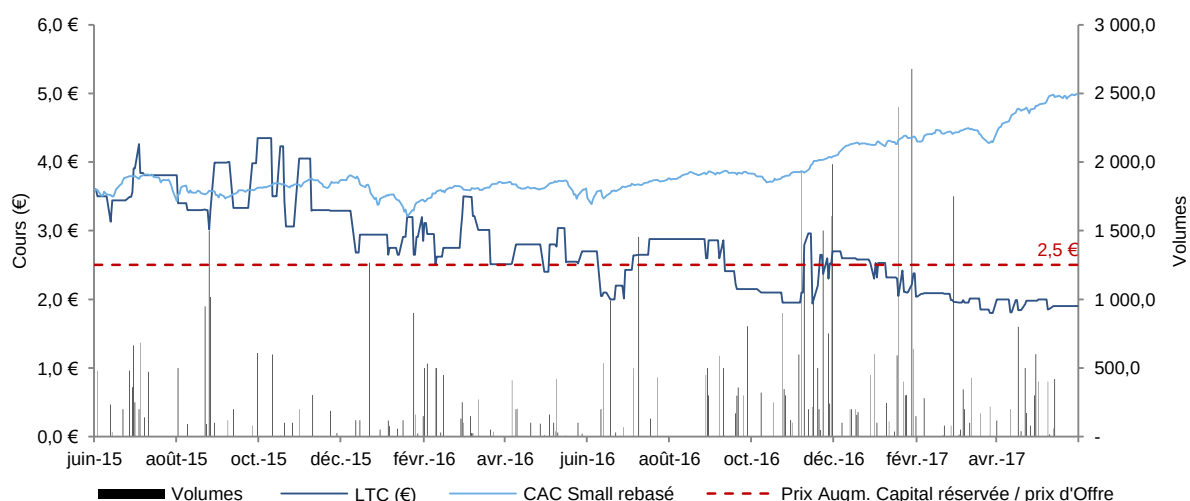
Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Analyse sur courte période (2015 – 2017)

Sur les deux dernières années, le cours de l'action Le Tanneur a oscillé entre 4,36 € le 23 octobre 2015 et 1,80 € le 21 avril 2017. Entre le 23 juin 2015 et le 23 juin 2017, avant l'annonce de

l'Opération, le cours de Le Tanneur a chuté de -47,2%, alors que l'indice CAC Small progressait de +38,8%. Les volumes échangés sont très faibles (moins de 120 titres en moyenne par jour).

Figure 10
Evolution boursière de l'action Le Tanneur (23 juin 2015 – 23 juin 2017)



Sources : CapitalIQ, Associés en Finance

Volumes échangés

Les volumes échangés sur l'action Le Tanneur ont également été faibles sur les douze derniers mois au 23 juin 2017 (dernière date avant l'annonce de l'Opération⁶) : en moyenne sur cette période (cf. Tableau 5), le nombre d'actions échangées était de 159 par séance de bourse. En cumul, 40 942 actions ont été échangées sur un an, ce qui représente moins d'un quart du flottant de la Société, pour un montant total de 91,8 K€. Sur l'ensemble de l'année boursière (arrêtée au 23 juin 2017), l'action Le Tanneur n'a donné lieu à des échanges que lors de 38,1% des séances de bourse.

Les faibles volumes échangés s'expliquent notamment par :

- **l'arrêt du contrat de liquidité**, passé avec la société de bourse CM-CIC Securities en novembre 2011, qui avait assuré 27,8% des volumes échangés sur sa durée de mise en place (du 4 mai 2010 au 4 novembre 2011) ;
- **la cotation sous le système de double call-auction**, selon lequel les transactions ne s'effectuent que deux fois par séance à 11h30 et à 16h30 ;
- **l'absence de suivi par des analystes.**

⁶ En réalité, le titre n'avait pas coté depuis le 6 juin 2017

Tableau 5
Volumes échangés sur l'action Le Tanneur au 23 juin 2017⁷

Date	Cours moyen pondéré par les volumes	Nbre moyen d'actions échangées	/ nb total d'actions (%)	/ flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées	/ nb total d'actions (%)	/ flottant (%)
Dernier jour de cotation avant l'annonce	1,90	420,0	0,00%	0,03%	420	0,03%	0,75%
Moy. 1M	1,91	56,3	0,00%	0,03%	1 296	0,03%	0,75%
Moy. 3M	1,93	89,3	0,00%	0,05%	5 629	0,13%	3,24%
Moy. 6M	2,09	141,9	0,00%	0,08%	17 880	0,42%	10,30%
Moy. 9M	2,21	185,0	0,00%	0,11%	35 343	0,83%	20,36%
Moy. 12M	2,24	159,3	0,00%	0,09%	40 942	0,96%	23,58%

Sources : Bloomberg, Associés en Finance

Volatilité du cours de l'action Le Tanneur

La volatilité du cours d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de performances boursières. Les volatilités ci-dessous sont calculées sur la base des séries de rentabilités quotidiennes historiques du cours de clôture de LTC et de l'indice CAC Small. La volatilité du titre Le Tanneur est nettement supérieure à celle de l'indice CAC Small, particulièrement sur les deux dernières années : elle est comprise entre 60 % et 100% sur cette période, alors que celle de l'indice CAC Small est comprise entre 0% et 20%. Au cours de l'année 2014, la volatilité du titre Le Tanneur a dépassé 60%, puis n'est jamais redescendu à un niveau inférieur, ce qui s'explique par la baisse du cours amorcée cette année et la réduction de la liquidité. La forte volatilité du titre Le Tanneur (cf. Figure 11 et Figure 12) relève à la fois :

- **d'un effet endogène**, lié à son risque opérationnel, au niveau d'endettement de la Société, aux performances financières décevantes ;
- **d'un effet mécanique** dû aux faibles volumes échangés : l'action de la Société n'étant échangée qu'épisodiquement et la profondeur du carnet d'ordre étant réduite, le passage d'un ordre significatif peut avoir un effet important sur le cours de l'action, engendrant de la volatilité ;
- **d'un effet technique** lié au *tick*⁸, relativement significatif par rapport au cours de l'action.

⁷ Le 23 juin 2017 correspond à la date d'annonce de l'Opération, toutefois la dernière cotation avant l'annonce a été enregistrée le 6 juin 2017

⁸ Le tick correspond à l'échelon de cotation, et donne la variation minimale du prix du titre. A 1 centime, le tick sur LTC correspond, sur la base du cours moyen pondéré sur trois mois, à une variation minimale de 0,52%.

Figure 11
Volatilité 6 mois du cours de l'action Le Tanneur et de l'indice CAC Small sur la période 2010 - 2017

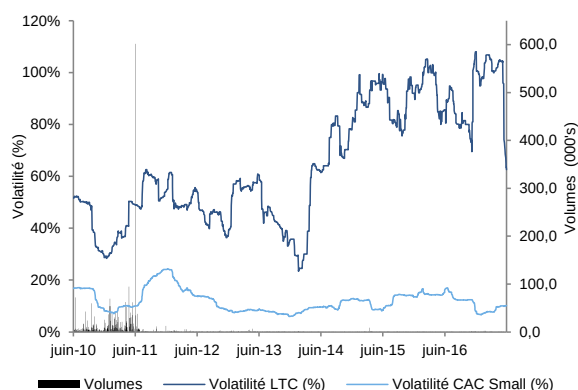
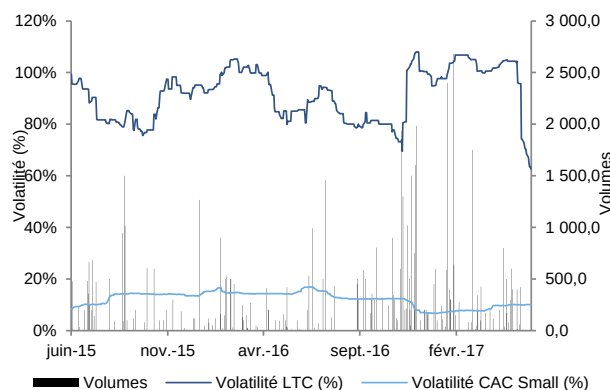


Figure 12
Volatilité 6 mois du cours de l'action Le Tanneur et de l'indice CAC Small sur la période 2015 - 2017



Sources : CapitalIQ, Associés en Finance

Prime extériorisée par le prix de l'OPAS

Le prix de l'OPAS de 2,5 € s'établit à un niveau supérieur de +31,6% au cours moyen pondéré par les volumes au 23 juin 2017 (et à des niveaux supérieurs de respectivement +30,6%, +19,4% et +11,5% aux cours moyens pondérés sur un mois, six mois et douze mois, cf. Tableau 6).

Sur les 12 derniers mois au 23 juin 2017, seules 26 séances de cotation ont clôturé à un cours supérieur à 2,5 €, soit 27,1% des séances de cotation du titre et 10,0% des séances de bourse. Le cours de clôture n'a jamais été supérieur à 2,5 € depuis le 26 janvier 2017.

Tableau 6
Cours moyens pondérés au 23 juin 2017 et écart par rapport au prix de l'OPAS

Données boursières	Cours (€)	Prime offerte par l'OPAS
Dernier cours moyen pondéré par les volumes avant l'annonce	1,90	31,6%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois	1,91	30,6%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois	1,93	29,9%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois	2,09	19,4%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 9 mois	2,21	13,3%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 12 mois	2,24	11,5%
Plus haut sur 12 mois	7-déc.-16 2,96	(15,5%)
Plus bas sur 12 mois	21-avr.-17 1,80	38,9%

Sources : CapitalIQ, Associés en Finance

III.B. Méthodes de valorisation écartées

III.B.1. Méthode de l'actif net comptable

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la Société. A titre d'information, l'actif net par action ressortant des derniers comptes publiés par Le Tanneur s'établit à 0,79 € par action au 30 juin 2017.

III.B.2. Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings, mais n'est pas satisfaisante dans le cadre de la valorisation de Le Tanneur, dans la mesure où elle ne permet pas d'appréhender pleinement l'activité de la Société à l'inverse des méthodes de valorisation par actualisation des flux prévisionnels qui ont été retenues.

III.B.3. Valorisation par les dividendes

Cette approche consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur actualisée de ses dividendes futurs. Cette méthode n'a pas été retenue car la politique de distribution de la Société, dont les résultats sont actuellement négatifs, est difficile à appréhender. Une méthode *DCF to Equity*, qui prend en compte la capacité de distribution sous contrainte de levier cible, a été mise en place et est décrite parmi les méthodes retenues pour la valorisation de Le Tanneur.

III.B.4. Méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée. La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

Les sociétés comparables à Le Tanneur sont rares, en raison de la spécificité de la double activité de la Société. Pour la branche Fabrication pour Maisons de Luxe, il n'existe pas de comparables cotés dans le secteur sous-traitance de la maroquinerie haut de gamme en Europe : les sociétés cotées dont l'activité est la sous-traitance de la fabrication sont principalement asiatiques et travaillent pour plusieurs secteurs, notamment l'automobile. Ainsi, les sociétés de l'échantillon de comparables étudiées ont été sélectionnées car exerçant une activité dans le secteur de la maroquinerie ou de la consommation haut de gamme, afin que celles-ci soient soumises au même marché sous-jacent que Le Tanneur.

Le Tableau 7 et le Tableau 8 présentent les caractéristiques opérationnelles et boursières des différentes sociétés comparables qui ont été étudiées.

Tableau 7
Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon présenté à titre informatif

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
		2016R	2016R	2016R	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Burberry Group	Royaume-Uni	3 084,3	599,7	452,2	21,0%	22,6%	23,4%	15,8%	17,2%	18,1%
Hugo Boss	Allemagne	2 692,8	460,7	345,3	18,3%	18,6%	19,2%	12,4%	12,7%	13,3%
TOD'S	Italie	1 040,0	174,5	132,0	17,0%	17,6%	18,2%	12,0%	12,6%	13,5%
Prada	Italie	3 184,1	636,4	431,2	22,1%	22,9%	22,6%	15,1%	16,2%	16,5%
Coach	Etats-Unis	3 809,5	733,8	555,2	23,6%	24,9%	26,0%	18,6%	20,0%	21,0%
Salvatore Ferragamo	Italie	1 437,9	319,2	262,1	19,7%	21,2%	22,3%	15,6%	16,8%	18,1%
Samsonite	Etats Unis	2 383,6	395,7	320,1	16,4%	17,5%	18,2%	13,0%	14,3%	15,0%
Moyenne					19,7%	20,8%	21,4%	14,7%	15,7%	16,5%
Médiane					19,7%	21,2%	22,3%	15,1%	16,2%	16,5%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : données financières calendarisées au 31-déc, données en M€ ou marges en %.

Tableau 8
Caractéristiques boursières de l'échantillon présenté à titre informatif

Société	Capitalisation	Valeur	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
	boursière	d'entreprise	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Burberry Group	8 282,8	7 370,7	2,3x	2,2x	2,1x	11,1x	9,9x	9,1x	14,8x	13,0x	11,7x
Hugo Boss	4 796,9	4 930,6	1,8x	1,7x	1,6x	9,8x	9,3x	8,5x	14,4x	13,5x	12,2x
TOD'S	1 930,4	1 987,2	2,0x	1,9x	1,8x	11,5x	10,6x	9,7x	16,3x	14,8x	13,1x
Prada	7 582,2	7 616,8	2,3x	2,2x	2,1x	10,4x	9,6x	9,3x	15,2x	13,6x	12,7x
Coach	10 420,4	10 044,6	2,8x	2,6x	2,4x	12,0x	10,5x	9,3x	15,2x	13,1x	11,5x
Salvatore Ferragamo	4 006,2	4 052,1	2,7x	2,5x	2,3x	13,7x	11,9x	10,4x	17,3x	15,0x	12,8x
Samsonite	4 942,9	6 306,9	2,2x	1,9x	1,7x	13,2x	11,0x	9,4x	16,5x	13,4x	11,4x
Moyenne			2,3x	2,2x	2,0x	11,7x	10,4x	9,4x	15,7x	13,8x	12,2x
Médiane			2,3x	2,2x	2,1x	11,5x	10,5x	9,3x	15,2x	13,5x	12,2x

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : données financières calendarisées au 31-déc ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré. Données en M€.

Le volume d'activités de la Société ne lui ayant pas permis d'atteindre des niveaux de rentabilité normatifs au cours des derniers exercices, le plan d'affaires prévoit un retour à la rentabilité progressif. Ainsi, les agrégats opérationnels de Le Tanneur sur les trois premières années du plan d'affaires ne sont pas exploitables dans le cadre d'une valorisation par la méthode des comparables boursiers, qui n'est donc pas appliquée au cas d'espèce. A titre d'information seulement, les résultats obtenus par cette méthode, même en ne retenant que les agrégats les plus éloignés dans le temps de LTC, qui bénéficient du potentiel de redressement de la rentabilité du Groupe, ferait ressortir une valeur très inférieure à la valorisation intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels présentée ci-après en section III.C.

III.B.5. Méthode des transactions comparables

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques.

Compte tenu des marges négatives de la Société sur les derniers exercices, cette méthode d'évaluation ne peut être utilisée dans le cadre de la valorisation de Le Tanneur. Cependant,

quelques opérations réalisées sur les 5 dernières années sont présentées ci-après à titre purement informatif.

Le Tableau 9 présente les caractéristiques des différentes transactions examinées.

Tableau 9
Informations sur les transactions présentées à titre informatif

Date d'annonce	Cible		Acquéreur	Données fin. (M€)			Multiples (LTM)		
	Nom	Pays		% acquis	FP	VE	CA	EBITDA	EBIT
25-juil.-17	Jimmy Choo PLC	United Kingdom	Michael Kors Holdings Limited	100,0%	1 003	1 185	2,9x	17,3x	24,9x
07-mai.-17	Kate Spade & Company	United States	Coach, Inc.	100,0%	2 090	2 067	1,7x	10,3x	13,0x
24-avr.-17	Christian Dior Couture	France	Semyrhamis SA	100,0%	-	6 500	3,1x	15,6x	24,1x
15-janv.-17	Luxottica Group S.p.A.	Italy	Essilor International Société Anonyme	62,6%	23 657	24 791	2,7x	12,7x	17,3x
03-mars.-16	Tumi Holdings, Inc.	United States	Samsonite International S.A.	100,0%	1 632	1 541	3,1x	14,1x	17,1x
11-sept.-13	R.G. Barry Corporation	United States	Mill Road Capital LP; Mill Road Capital II, L.P.;	91,4%	181	162	1,5x	10,4x	12,0x
18-avr.-13	Groupe SMCP S.A.S. (nka:SMCP S.A.S.)	France	KKR & Co. L.P.	65,0%	-	1 132	3,7x	17,6x	22,5x
Moyenne							2,7x	14,0x	18,7x
Médiane							2,9x	14,1x	17,3x

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : VE : Valeur d'entreprise implicite de la cible (y compris. endettement financier net, intérêts minoritaires et hors actifs hors exploitation). LTM : Last Twelve Months

III.C. Méthodes de valorisation retenues : méthodes d'actualisation des flux de trésorerie

III.C.1. Choix méthodologiques

Méthodes DCF to Firm et DCF to Equity

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années et des éléments de contexte économique et concurrentiel, Le Tanneur a été modélisé selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Le modèle Trival® est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par le bureau d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation *DCF to Equity*, qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation *DCF to Firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

Ces deux modèles de valorisation, *DCF to Equity* et *DCF to Firm*, sont liés l'un à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont régulièrement diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients, indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

Les deux méthodes ont été mises en œuvre sur la base des mêmes flux issus du plan d'affaires communiqué par Le Tanneur. Elles diffèrent notamment par la manière d'agréger ces flux et par les taux d'actualisation utilisés. Concernant Le Tanneur, le modèle de valorisation *DCF to Equity* permet

de prendre en considération la faible liquidité du titre, ainsi que le fort endettement de la Société, qui pénalise les flux qui peuvent être distribués aux actionnaires.

Dans un premier temps, afin de juger de l'équité du prix de l'OPAS par rapport à la valeur intrinsèque de l'action LTC, la Société est valorisée par ces deux méthodes au 28 septembre 2017, en considérant les résultats réalisés par la Société au premier semestre 2017 mais sans tenir compte de l'Augmentation de Capital Réservée. Dans un second temps, la valorisation de la Société est effectuée à cette même date post-Augmentation de Capital Réservée, afin d'évaluer l'impact de cette dernière sur la situation de l'actionnaire.

III.C.2. Estimation des flux prévisionnels

Le Tanneur a élaboré un plan d'affaires au cours du premier semestre 2017 portant sur la période 2017-2020, puis actualisé sur la base des résultats du premier semestre 2017.

Associés en Finance a pris en compte les éléments de ce plan d'affaires sur la période 2017-2020. A partir de 2021, Associés en Finance a prorogé le plan d'affaires de six années, afin de prendre en compte les différences de potentiel de croissance entre les deux activités et les différents canaux de distribution. Les données ont ensuite été extrapolées sur le long terme, selon la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en annexe 2. Conformément aux principes de modélisation retenus dans Trival®, la croissance du chiffre d'affaires et des marges se réduisent au fil du temps afin d'atteindre en fin de période de modélisation une rentabilité normative.

Plan d'affaires 2017-2020 communiqué par Le Tanneur

Les travaux d'Associés en Finance reposent sur le plan d'affaires établi par Le Tanneur sur la période 2017-2020, après ajustement du budget 2017 post prise en compte des résultats du premier semestre.

Pour la branche Marques Propres, des hypothèses de croissance différentes ont été appliquées à chaque canal de distribution. La stratégie de la Société consistant à développer ses ventes à l'Export, notamment en Chine, au Japon et à Taïwan, ce canal est le plus porteur tout au long du plan d'affaires. De même, la Société visant un développement de ses ventes via internet, la croissance de ce canal est supérieure à la croissance moyenne. Sur la période 2017-2020, la part du chiffre d'affaires de la branche Marques Propres par rapport au chiffre d'affaires total de Le Tanneur évolue entre 43,3% et 48,4%.

Pour la branche Fabrication pour Maisons de Luxe, la croissance attendue est particulièrement élevée sur les commandes à venir des nouveaux donneurs d'ordres. La croissance du chiffre d'affaires attendu avec les donneurs d'ordres historiques est cohérente avec les perspectives de ces sociétés dans la maroquinerie. La part du chiffre d'affaires de cette branche évolue alors entre 51,6% et 56,7% du chiffre d'affaires consolidé sur la période du plan d'affaires.

L'essentiel des charges a été modélisé par activité. Pour la branche Marques Propres, les charges sont réparties en charges variables liées à chacun des canaux de distribution, ainsi qu'en charges fixes. La marge brute après charges variables dépend du mix distribution : en effet, la marge brute est plus importante pour les ventes effectuées dans le réseau de distribution Magasins propres et affiliés (vente sans intermédiaire). Elle est plus faible pour les ventes de gros (réseau de détaillants multimarques, grands magasins) ainsi que lors des opérations de déstockage. La marge brute de cette branche diminue très légèrement en pourcentage du chiffre d'affaires, en raison des hypothèses de croissance faisant évoluer le mix distribution⁹. Les charges fixes de cette activité sont majoritairement composées de charges de personnel, de loyers et de charges marketing. Il est prévu que la marge opérationnelle s'améliore entre 2016 et 2020, avec une meilleure couverture des charges fixes.

⁹ Le développement à l'export nécessitera des partenaires pour la distribution.

Les charges de la branche Fabrication pour Maisons de Luxe ont été réparties par donneurs d'ordres. Elles comprennent la main d'œuvre ainsi que les différents frais de fonctionnement des usines liés à chacun des donneurs d'ordres. Selon la nature de la relation contractuelle, les charges peuvent aussi comprendre le coût d'achat de la matière première¹⁰. Le plan d'affaires prévoit une certaine stabilité des charges sur les commandes des donneurs d'ordres historiques et une amélioration de la marge brute pour les nouveaux donneurs d'ordres, du fait d'un effet d'apprentissage et d'une augmentation prévue des volumes traités.

Les coûts centraux, qui ne peuvent être répartis entre les deux branches, sont principalement des coûts liés au siège et des coûts de personnel. Ces coûts diminuent en pourcentage du chiffre d'affaires entre 2016 et 2020. Ainsi, le plan d'affaires prévoit une croissance de l'activité de la Société au cours des prochains exercices et un redressement progressif de l'EBIT pour revenir à la rentabilité.

Autres éléments de modélisation

La modélisation prend en compte l'écoulement des déficits reportables qui atteignaient 5,8 M€ à la fin de l'exercice 2016. Ainsi, le taux d'imposition de la Société au long du plan d'affaires est inférieur au taux en vigueur en France et nul en début de plan d'affaires.

Les hypothèses d'investissement ont été effectuées par activité. Les investissements nécessaires à l'activité Marques Propres sont principalement liés à la rénovation des magasins ou de certains *corners* de vente. Les investissements de la branche Fabrication pour Maisons de Luxe sont liés à l'achat de matériels industriels ainsi qu'à la sécurisation de sites industriels. Ainsi, sur la période 2017-2020, les dépenses d'investissement varient entre 1,5% et 2,7% du CA consolidé.

Le BFR en pourcentage du chiffre d'affaires est plus faible fin 2016 que son niveau normatif, en raison d'une créance payée en avance par un des donneurs d'ordres de la Société. Ainsi, la variation de BFR en 2017 prend en compte une normalisation du BFR par rapport à son niveau historique. Par la suite, Associés en Finance a modélisé le BFR en pourcentage du chiffre d'affaires en considérant les politiques de stockage normatives de chacune des activités, ainsi qu'en modélisant les créances clients selon les délais de paiement inhérent à chaque canal de distribution pour la branche Marques Propres, et selon les donneurs d'ordre pour la branche Fabrication pour Maisons de Luxe. Dans la même logique, les dettes fournisseurs ont été modélisées en fonction des délais de paiement de la Société vers ses différents sous-traitants et des délais de paiement négociés avec les fournisseurs de matières premières pour la branche Fabrication pour Maisons de Luxe.

Prorogation du plan d'affaires sur la période 2021-2026 et extrapolation 2027-2051

Le plan d'affaires a ensuite été prorogé de six années puis extrapolé jusqu'en 2051 afin de revenir sur des niveaux de croissance du chiffre d'affaires et de marges normatifs. Pour la prorogation des données, Associés en Finance a distingué les canaux de vente et leur potentiel de croissance, procédant de même pour les donneurs d'ordres de la Fabrication pour Maisons de Luxe. Les marges ont été modélisées en prolongeant les hypothèses du plan d'affaires jusqu'à des niveaux normatifs par canal de vente et donneur d'ordres. Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en annexe 2, a été utilisée. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- Les prévisions à long terme sur le chiffre d'affaires sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. La croissance de l'activité est progressivement réduite, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés exposées à des facteurs de marché similaires dans Trival®. Cette croissance atteint

¹⁰ Ainsi, lorsque la matière première est confiée à LT, celle-ci n'est pas refacturée : le chiffre d'affaires est plus faible mais la marge est plus importante que lorsque la Société achète cette matière première puis la refacture au donneur d'ordres

+1,5% en 2051, et la croissance moyenne du chiffre d'affaires est de +2,6% entre 2021 et 2051 ;

- La marge d'EBITDA atteint un point haut en 2026, tenant compte des perspectives de redressement progressif de la Société, puis est progressivement réduite jusqu'en 2051, afin d'appréhender un retour vers une rentabilité des capitaux investis cohérente avec le coût du capital. La marge d'EBITDA de Le Tanneur s'établit en moyenne à 5,8% entre 2021 et 2051 ;
- Pendant la période de prorogation, soit jusqu'en 2026, le BFR est modélisé selon la méthodologie utilisée sur la période du plan d'affaires. Il est ensuite maintenu stable à 15,0% du chiffre d'affaires pendant toute la période d'extrapolation, cohérent avec les niveaux normatifs déduits des politiques de stockages et des délais de paiement, ainsi qu'avec l'équilibre entre les deux activités ;
- Les investissements sont maintenus constants en pourcentage du chiffre d'affaires à -1,5% sur la période 2021-2031. A mesure de la réduction de la croissance, ils diminuent ensuite en pourcentage pour atteindre -1,0% du chiffre d'affaires en 2051 ;
- Associés en Finance a pris en compte dans sa modélisation les remboursements année après année de la partie des créances CICE n'ayant pas été préfinancée par la BPI ;
- Une fois l'ensemble des déficits reportables utilisés, le taux d'imposition retenu est le taux d'impôt de 28,0% issu de la Loi de Finance 2017, auquel s'ajoute la contribution sociale ;
- Pour la valorisation par la méthode *DCF to Equity*, la modélisation intègre un levier cible de 15,0% à horizon 2025. Le taux d'intérêt associé à la dette nette sur la période du plan d'affaires est établi à partir des caractéristiques spécifiques des différentes dettes financières, notamment l'avance consentie par QLG. A l'issue du plan d'affaires, le taux d'intérêt à long terme pris en compte est retenu à terme à 5,5%, conformément à la taille de la Société, la structure de ses actifs et le levier d'endettement normatif.
- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres en 2051 (modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to Equity*) ou à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2051 (modèle d'actualisation des *free cash-flows* générés, *DCF to Firm*).

Détermination du nombre d'actions

Au 30 juin 2017, le capital de Le Tanneur est composé de 4 282 136 actions, dont 5 100 actions détenues en propre par la Société. Il n'existe aucun autre instrument donnant accès à son capital. Le nombre d'actions hors autocontrôle retenu pour la valorisation avant Augmentation de Capital Réserve est donc de 4 277 036 actions.

Le 29 septembre 2017, dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réserve à Tolomei, 4 320 000 nouvelles actions LTC ont été émises. Le nombre d'actions hors autocontrôle retenu pour la valorisation post Augmentation de Capital Réserve est donc de 8 597 036 actions.

Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La méthode *DCF to Firm* détermine dans un premier temps une valeur d'entreprise dont est déduite la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements nécessaires pour aboutir à la valeur des fonds propres. Sur la base des comptes à fin juin 2017, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Le Tanneur :

- les emprunts et dettes auprès d'établissements de crédit, hors dettes envers la BPI, enregistrées au bilan en contrepartie de l'enregistrement des créances CICE ;
- l'avance effectuée par l'actionnaire majoritaire QLG ;
- les autres dettes financières, notamment les dettes liées aux crédits-baux ;
- les liquidités, les valeurs mobilières de placement et les dépôts bancaires à court terme ;
- les engagements de retraites, après prise en compte de l'actif d'impôt lié à ces engagements ;
- les autres passifs à long terme et les provisions pour autres passifs, essentiellement composés de provisions pour litiges.

Le Tableau 10 récapitule les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Le Tanneur pris en compte dans le cadre de la méthode *DCF to Firm*.

Tableau 10
Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, sur la base des comptes au 30 juin 2017 (M€)

Dettes nettes après ajustement	(14,9)
Engagements de retraite fiscalisés	(1,8)
Provisions et passifs non courants nets	(0,4)
Minoritaires	-
Total des éléments de passage	(17,1)

Sources : Le Tanneur, Associés en Finance

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'élèvent à -17,1 M€ dans la valorisation *DCF to Firm*.

Eléments complémentaires

Par rapport aux derniers éléments connus lors de la mission d'expertise d'Associés en Finance au titre de l'Augmentation de Capital Réservee, il convient de noter que la Société fait actuellement face à un problème de recouvrement de créances auprès d'un client, qui pourrait entraîner un impact potentiel de non-paiement des sommes engagées par LTC de l'ordre de 597 K€. A la date de ce rapport, les procédures juridiques de recouvrement ont été mises en place, dont l'issue est inconnue à ce jour. Dans l'hypothèse maximale de non recouvrement de ces créances, de dépréciation des stocks destinés à ce client et de l'arrêt de l'activité avec ce client, l'impact sur la valorisation par action LTC serait d'environ -0,20 € par action. Cet impact serait toutefois compensé par de nouvelles commandes reçues très récemment par LTC de la part de l'un de ses donneurs d'ordres réguliers.

III.C.3. Estimation du coût des ressources de financement

Le coût du capital (*DCF to Firm*) et le coût des fonds propres de LTC (*DCF to Equity*) ont été estimés conformément à la méthodologie utilisée par Associés en Finance pour son modèle Trival®.

Situation actuelle sur les marchés financiers

En préliminaire, il convient de souligner le fait que les modèles de valorisation d'Associés en Finance prennent en compte l'évolution au jour le jour des marchés financiers. Ils reflètent donc la situation présente sur les marchés financiers.

La Figure 13 permet de constater que les taux d'actualisation sont actuellement à des niveaux particulièrement bas. Ceci résulte du contexte spécifique d'abondance de liquidités liées aux actions

volontaristes de la Réserve Fédérale américaine puis de la BCE. Les taux obligataires n'ont jamais été aussi faibles que sur les deux dernières années : pour exemple, le taux du Bund à 10 ans a évolué depuis le début de l'année 2017 dans une faible amplitude (taux compris entre 0,15% et 0,60%), et à un niveau historiquement bas. Cette situation se répercute sur les taux d'actualisation sur les marchés actions, et par symétrie inverse, sur les niveaux de valorisation des actions, aujourd'hui relativement élevés. Les données les plus récentes à fin septembre 2017 font toutefois état d'un léger recul des marchés actions depuis leur point haut de début mai 2017.

Figure 13
Evolution de la rentabilité attendue sur le marché actions depuis 2002



Source : Trival, Associés en Finance

Coût des fonds propres

Le coût des fonds propres qui résulte des calculs d'Associés en Finance dans son modèle de *DCF to Equity* prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques subis par les actionnaires et la liquidité du titre.

Paramètres spécifiques de Le Tanneur :

Le risque relatif de Le Tanneur résulte des éléments suivants :

- Sur la base de l'analyse de forces / faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (cf. *Tableau 1*) et des fondamentaux de l'environnement opérationnel, le risque de prévision retenu est de 5 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9. Cette note prend notamment en considération les risques inhérents à la réalisation du plan d'affaires établi par le management.
- Le risque financier s'élève à 5 sur une échelle de risque croissant de 1 à 5. Il reflète la structure financière actuelle de la Société qui présente un niveau d'endettement très élevé, sa situation financière normative, sa faible taille relativement à l'échantillon de sociétés suivies dans Trival® et une structure d'actif peu capitalistique.
- Le risque sectoriel s'élève à 0,67 au 28 septembre 2017, sur la base du bêta boursier de l'indice *Euro Stoxx Personal & Household Goods*.

Sur la base de ces éléments, le coefficient de risque relatif de Le Tanneur s'établit à 1,33 au 28 septembre 2017.

Par ailleurs, le modèle Trival® intègre l'impact de la liquidité sur le coût des fonds propres des sociétés : la liquidité de chaque société est appréciée au travers de la taille de son flottant et des

montants absorbables. Compte tenu des derniers échanges sur l'action LTC avant annonce de l'Opération, le coefficient d'illiquidité de la Société s'établit à 6,78. Il s'explique par la faible capitalisation boursière de la Société par rapport à l'échantillon de sociétés suivies dans Trival® et sa très faible liquidité en bourse (peu de flottant, peu d'échanges), comme mentionné dans la section III.A sur l'analyse du cours.

Paramètres de marché et coût des fonds propres :

Les paramètres de marché du modèle Trival® permettent d'aboutir à l'estimation du coût des fonds propres après impôt. Sur la base des paramètres de marché calculés en moyenne sur trois mois au 28 septembre 2017, le coût des fonds propres après impôt s'établit à 6,36% pour une action de risque moyen et de liquidité moyenne¹¹. Comme indiqué ci-dessus, les taux d'actualisation sur les actions sont actuellement particulièrement faibles.

Après application des coefficients propres à Le Tanneur aux paramètres de marché indiqués ci-dessus, le coût des fonds propres après impôt ressort à 14,11 % pour LTC¹². Il tient compte de la très faible liquidité du titre en bourse. Le Tableau 11 en détaille le calcul.

Tableau 11
Coût des fonds propres après impôt de LTC

	Moyenne sur trois mois	Paramètres spécifiques LTC
Coût des fonds propres		
Coût des fonds propres Marché	6,36%	6,36%
Impact du risque de LTC (1,33)	$5,73\% \times (1,33 - 1)$	1,91%
Impact de l'illiquidité de LTC (6,78)	$1,01\% \times (6,78 - 1)$	5,84%
Total Coût des fonds propres LTC		14,11%

Source : Associés en Finance

Coût du capital après impôt

Le plan Wacc d'Associés en Finance permet un calcul direct du coût du capital. Ce dernier résulte des calculs d'Associés en Finance dans son modèle de *DCF to Firm*, prend en compte pour chaque société l'ensemble des risques opérationnels et la taille mesurée par la valeur d'entreprise.

Paramètres spécifiques de Le Tanneur :

Le risque opérationnel de Le Tanneur résulte des éléments suivants :

- Le risque de prévision retenu est le même que pour le calcul du coût des fonds propres : il est de 5 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9 ;
- Le risque sectoriel est également identique (à 0,67) ;
- S'agissant du calcul d'une valeur d'entreprise, le risque financier est neutralisé dans ce calcul.

Sur la base de ces éléments, le coefficient de risque opérationnel de Le Tanneur s'établit à 0,96 au 28 septembre 2017.

Le coefficient de taille est calculé à partir de la valeur d'entreprise. Compte tenu du dernier cours coté par l'action LTC avant annonce de l'Opération, il s'établit à 2,81.

¹¹ Il intègre une prime de risque de 5,73% par unité de risque et une prime d'illiquidité de 1,01% par unité d'illiquidité.

¹² Ce taux d'actualisation ressort plus élevé que celui utilisé à fin août 2017 (13,41%) pour l'attestation sur l'Augmentation de Capital Réserve. La prime de risque s'est en effet un peu renforcée depuis cette date.

Paramètres de marché et coût du capital :

Les paramètres de marché du modèle Trival® (Plan Wacc) permettent d'aboutir directement au coût du capital après impôt. Ils reflètent la situation actuelle des marchés financiers, qui se caractérisent, comme indiqué précédemment, par l'abondance des liquidités, un certain optimisme sur les perspectives économiques en Europe, et par conséquent par des taux d'actualisation bas.

Sur la base de la moyenne 3 mois au 28 septembre 2017, le coût du capital pour une société de risque moyen (coefficient de risque de 1) et de taille moyenne (coefficient de taille de 1) s'établit à 5,75% après impôt¹³.

Après application des coefficients propres à Le Tanneur (coefficient de risque opérationnel de 0,96 et coefficient de taille de 2,81) aux paramètres de marché, le coût du capital après impôt de LTC s'établit à 10,58%. Le Tableau 12 indique l'impact sur le coût du capital de LTC de l'effet risque et de l'effet taille.

Tableau 12
Coût du capital LTC

		Moyenne sur trois mois	Paramètres spécifiques LTC
Coût du capital	Coût du capital Marché	5,75%	5,75%
	Impact du risque de LTC (0,96)	5,92% x (0,96 - 1)	-0,24%
	Impact de la taille de LTC (2,81)	2,81% x (2,81 - 1)	5,08%
	Total Coût du capital LTC		10,58%

Source : Associés en Finance

III.C.4. Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie en stand-alone

Le Tableau 13 synthétise les résultats des deux méthodes (DCF To Firm et DCF to Equity).

Tableau 13
Résultat de la valorisation de Le Tanneur par les méthodes DCF to Firm et DCF to Equity au 28 sept. 2017

	Valorisation		M€
DCF to firm	Valeur d'entreprise		23,9
	Valeur des fonds propres de Le Tanneur		6,8
	Nombre d'actions Le Tanneur (Millions)		4,28
	Valeur par action Le Tanneur		1,58 €
	Prix de l'OPAS		2,50 €
	Prime par rapport à la valeur par action (en %)		58,1%
DCF to Equity	Valorisation		M€
	Valeur des fonds propres de Le Tanneur		5,8
	Nombre d'actions Le Tanneur (Millions)		4,28
	Valeur par action Le Tanneur		1,35 €
	Prix de l'OPAS		2,50 €
	Prime par rapport à la valeur par action (en %)		85,8%

Source : Associés en Finance

¹³ Il intègre une prime de risque opérationnel de 5,92% par unité de risque et une prime de taille de 2,81% par unité de taille.

Au 28 septembre 2017, la méthode *DCF to Firm* avant prise en compte de l'Augmentation de Capital Réservee aboutit à une valorisation de 1,58 € par action Le Tanneur. Le prix de l'OPAS est ainsi supérieur de +58,1% à cette valorisation.

La méthode *DCF to Equity*, qui prend en compte la structure financière de la Société, et ses conséquences sur la capacité de distribution de flux aux actionnaires, aboutit pour sa part à une valorisation de 1,35 € par action Le Tanneur avant prise en compte de l'Augmentation de Capital Réservee. Le prix de l'OPAS est ainsi supérieur de +85,8% à cette valorisation¹⁴.

Le prix d'Offre dans le cadre de l'OPAS s'établit ainsi à un niveau très supérieur à la valeur intrinsèque de l'action LTC en *stand-alone*.

Comme signalé précédemment, par rapport aux derniers éléments connus lors de la valorisation menée dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservee, la Société fait actuellement face à un problème de recouvrement de factures sur un client. A la date de ce rapport, les procédures juridiques de recouvrement ont été mises en place, mais leur issue n'est pas connue. L'existence de ce risque n'est pas de nature à remettre en cause les conclusions du présent rapport d'expertise.

III.C.5. Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie post Augmentation de Capital Réservee

Les valorisations précédentes présentaient les résultats obtenus en « *stand-alone* », c'est-à-dire celle que pouvait espérer l'actionnaire minoritaire compte tenu de la structure financière actuelle du Groupe, et de ses perspectives de développement compte tenu de son plan d'affaires, et donc sans considérer l'impact sur la valeur de l'action de l'Opération envisagée, qui permettra un désendettement significatif du Groupe. Les éléments présentés ci-dessous présentent cet impact, favorable aux actionnaires de LTC, dès lors que le prix d'émission des nouvelles actions réservées à Tolomei est significativement supérieur à la valorisation pré-augmentation de capital.

Incidence de l'Augmentation de Capital Réservee sur les nombre d'actions, les flux prévisionnels et le coût des ressources de financement

L'Augmentation de Capital Réservee consiste en l'émission de 4 320 000 actions au prix d'émission de 2,5 € par action, soit un nombre d'actions hors autocontrôle après Augmentation de Capital Réservee de 8 597 036.

La trésorerie brute de 10,8 M€ résultant de l'Augmentation de Capital Réservee sera utilisée afin de rembourser le Compte Courant d'Actionnaire consenti par QLG d'un montant en principal de 10,5 M€, ainsi que ses intérêts courus non payés.

La modélisation de la Société par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie évolue de la manière suivante :

- **Pour la valorisation par la méthode *DCF to Firm***, l'Augmentation de Capital Réservee est sans impact sur les flux prévisionnels de la Société : la dette nette est réduite du montant de l'augmentation de capital et le nombre d'actions augmente du nombre d'actions émises ;
- **Pour la valorisation par la méthode *DCF to Equity***, l'Augmentation de Capital Réservee occasionne une baisse significative de l'endettement net de la Société, qui impacte le taux d'intérêt associé à la dette nette et la capacité de la société à distribuer des flux à ses actionnaires sous contrainte du levier cible.

¹⁴ Ces primes ressortent à un niveau plus élevé qu'à fin août 2017 (cf. attestation au titre de l'Augmentation de Capital Réservee) en raison de la hausse récente des taux d'actualisation.

Le coût des ressources de financement post Augmentation de Capital Réservée est établi sur la base du cours de clôture de l'action au 28 septembre 2017. Sur la base des primes moyennes sur 3 mois au 28 septembre 2017, le coût du capital après impôt obtenu par Associés en Finance s'établit à 10,39% et le coût des fonds propres après impôt à 12,37%.

Résultats de la valorisation post Augmentation de Capital réservée

Tableau 14 : Valorisation au 28 septembre 2017 de Le Tanneur par les méthodes DCF to Firm et DCF to Equity post Augmentation de Capital Réservée

	Valorisation	M€
DCF to firm	Valeur d'entreprise	24,4
	Valeur des fonds propres de Le Tanneur	18,1
	Nombre d'actions Le Tanneur (Millions)	8,60
	Valeur par action Le Tanneur	2,11 €
	Prix de l'OPAS	2,50 €
	<i>Prime par rapport à la valeur par action (en %)</i>	<i>18,7%</i>
DCF to Equity		
	Valeur des fonds propres de Le Tanneur	14,0
	Nombre d'actions Le Tanneur (Millions)	8,60
	Valeur par action Le Tanneur	1,63 €
	Prix de l'OPAS	2,50 €
	<i>Prime par rapport à la valeur par action (en %)</i>	<i>53,1%</i>

Source : Associés en Finance

Au 28 septembre 2017, la méthode *DCF to Firm* post Augmentation de Capital Réservée aboutit à une valorisation de 2,11 € par action Le Tanneur. Le prix de l'OPAS est ainsi supérieur de +18,7% à cette valorisation.

La méthode *DCF to Equity*, qui prend en compte la structure financière de la Société, et ses conséquences sur la capacité de distribution de flux aux actionnaires, aboutit pour sa part à une valorisation de 1,63 € par action Le Tanneur post Augmentation de Capital Réservée. Le prix de l'OPAS est ainsi supérieur de +53,1% à cette valorisation.

Le prix d'Offre dans le cadre de l'OPAS s'établit ainsi à un niveau nettement supérieur à la valeur intrinsèque de l'action LTC post Augmentation de Capital Réservée.

Il convient de noter que Tolomei Participations n'envisage pas de synergies significatives qui seraient générées par l'Opération.

III.C.6. Analyse de sensibilité de la valorisation post Augmentation de Capital Réservée

Sensibilité au taux d'actualisation

Le Tableau 15 présente les résultats de la valorisation post Augmentation de Capital Réservée en faisant varier les taux d'actualisation en fonction de l'évolution des conditions de marché au cours des derniers mois. Les taux utilisés correspondent aux taux moyens sur les trois derniers mois (hypothèse centrale), à ces taux moyens plus ou moins une fourchette de 0,5%, aux taux moyens constatés sur les six derniers, et enfin au taux spot constaté au 28 septembre 2017.

Tableau 15
Analyse de la sensibilité de la valorisation de Le Tanneur au taux d'actualisation

		Sensibilité au coût du capital				
		Taux central -0,5%	Moyenne 3 mois	Taux central + 0,5%	Moyenne 6 mois	Spot au 28 Sept. 2017
DCF to Firm	Coût du capital de la Société	9,89%	10,39%	10,89%	10,48%	10,58%
	Valeur d'entreprise (M€)	25,9	24,4	23,2	24,2	23,9
	Valeur des fonds propres (M€)	19,5	18,1	16,8	17,9	17,6
	Valeur par action (€)	2,27	2,11	1,96	2,08	2,05
	Prime offerte par l'OPAS par rapport à la valorisation	10,2%	18,7%	27,8%	20,4%	22,2%
		Sensibilité au coût des fonds propres				
		Taux central -0,5%	Moyenne 3 mois	Taux central + 0,5%	Moyenne 6 mois	Spot au 28 Sept. 2017
DCF to Equity	Coût des fonds propres de la Société	11,87%	12,37%	12,87%	12,38%	13,35%
	Valeur des fonds propres (M€)	15,0	14,0	13,2	14,0	12,5
	Valeur par action (€)	1,74	1,63	1,54	1,63	1,45
	Prime offerte par l'OPAS par rapport à la valorisation	43,7%	53,1%	62,8%	53,1%	72,2%

Source : Associés en Finance

Quelle que soit la période considérée, le prix de l'OPAS est sensiblement supérieur à la valorisation intrinsèque de LTC post Augmentation de Capital Réservée. Le prix d'Offre est dès lors équitable pour l'actionnaire minoritaire de LTC et s'établit à une valeur significativement plus élevée que la valorisation intrinsèque ressortant des travaux de valorisation présentés ci-dessus.

III.D. Références d'évaluation

Augmentation de capital de septembre 2017 réservée à Tolomei Participations

La première étape de l'Opération consistait en une augmentation de capital en numéraire avec suppression du droit préférentiel de souscription réservée à Tolomei à un prix de 2,50 € par action pour un montant total de 10,8 M€, soit 4 320 000 actions nouvelles émises. Le 29 septembre 2017, Tolomei a ainsi acquis 4 320 000 actions LTC au prix de 2,50 € par action lui permettant de détenir 50,2% du capital de la Société. Cette opération qui a abouti à la prise de contrôle de LTC par Tolomei a été réalisée au même prix que la présente Offre.

En dehors de cette Opération, aucune opération significative n'est intervenue sur le capital de LTC sur les douze derniers mois ni depuis sa prise de contrôle par QLG en 2011, à un prix de 6,51 € par action. Avant septembre 2017, la dernière augmentation de capital de LTC remontait à 2012, année au cours de laquelle la Société avait augmenté son capital de 152 K€ (par l'émission de 57 377 titres à un prix d'émission de 2,65 € par action).

Ni la prise de contrôle par GLG ni l'augmentation de capital de 2012 ne constituent une référence pertinente de valorisation, ces deux opérations étant anciennes, et ceci d'autant plus que le chiffre d'affaires du Groupe a reculé depuis cette date, et que la Société est en perte depuis 2011.

IV. Analyse des travaux de la banque présentatrice

Natixis, banque présentatrice de l'Offre, fait reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multi-critères de la Société.

IV.A. Les méthodes écartées

La banque présentatrice a écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes de valorisation par les comparables boursiers, par les transactions comparables, par l'actif net comptable, par l'actif net réévalué, par l'analyse des objectifs de cours des analystes et par l'actualisation des dividendes.

Associés en Finance a présenté à titre d'information un échantillon de sociétés cotées dans le secteur de la maroquinerie ou de la consommation haut de gamme, et un échantillon de transactions ayant eu lieu dans le secteur au cours des dernières années.

IV.B. Les méthodes retenues

Les méthodes utilisées par la banque présentatrice sont identiques à celles utilisées par Associés en Finance. L'évaluation multi-critères réalisée par Natixis est basée sur trois approches : l'analyse des cours de bourse, l'examen des transactions récentes sur le capital de LTC et l'évaluation par actualisation des flux prévisionnels. Dans le cadre de cette dernière approche, Natixis et Associés en Finance ont tous deux opté pour une valorisation *DCF to firm* de la Société avant Augmentation de Capital Réservée. Associés en Finance a de surcroît mené une valorisation par *DCF to equity* avant Augmentation de Capital Réservée par actualisation des flux disponibles pour les actionnaires sous contrainte de dette nette nulle, ainsi qu'une valorisation post Augmentation de Capital Réservée.

IV.B.1. Analyse des cours de bourse

L'approche d'analyse du cours de bourse présentée par la banque présentatrice est similaire à celle d'Associés en Finance¹⁵. Associés en Finance et la banque présentatrice ont toutes deux arrêté leurs calculs au dernier jour de cotation avant annonce de l'Opération (23 juin 2017).

IV.B.2. Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels en *stand-alone*

Méthodologie de valorisation DCF to firm

Natixis et Associés en Finance ont basé leurs modélisations sur les éléments présents dans le plan d'affaires de la Société pour établir leurs valorisations.

La banque présentatrice a utilisé le plan d'affaires du management courant jusqu'en 2020, puis a prolongé les estimations jusqu'en 2027, avant de déterminer une valeur terminale basée sur des éléments normatifs. Associés en Finance a établi sa valorisation sur la base du plan d'affaires jusqu'en 2020, puis a prolongé ses estimations jusqu'en 2051, conformément à la méthodologie de

¹⁵ Il peut néanmoins subsister de légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisés notamment le nombre de jours de bourse de référence. Par ailleurs, les périodes de référence utilisées par Associés en Finance et par Natixis sont identiques, à l'exception de l'utilisation d'un cours moyen pondéré sur deux mois comme référence supplémentaire par Natixis, et d'un cours moyen pondéré sur neuf mois par Associés en Finance.

son modèle propriétaire Trival®. Ce modèle se base sur l'hypothèse selon laquelle le rendement des capitaux employés tend à long terme vers le coût moyen pondéré du capital.

Natixis a intégré dans sa modélisation l'impact de deux effets inverses : d'une part une augmentation récente des commandes d'un des principaux donneurs d'ordres, et d'autre part une probabilité de non recouvrement des créances litigieuses déjà mentionnées. Associés en Finance s'est assuré pour sa part que ces deux éléments ne changent que très marginalement les résultats de la valorisation.

Les flux prévisionnels estimés par la banque d'une part, et par Associés en Finance d'autre part, sont très proches en ce qui concernent les hypothèses de croissance en début de modélisation et l'utilisation des déficits reportables. Les différences dans les hypothèses utilisées concernent les éléments suivants :

- La banque présentatrice fait converger la croissance du chiffre d'affaires vers un taux normatif de +1,5% dès 2028, année normative de sa modélisation. Associés en Finance retient une hypothèse de croissance qui ralentit à la fin du plan d'affaires et tout au long de la période 2020-2051, avec une croissance qui diffère selon l'activité en début de période de prorogation, puis qui converge vers un taux normatif de +1,5% en 2051. En moyenne, la croissance retenue par Associés en Finance s'établit à 2,1% au-delà de 2028 ;
- La marge d'EBIT estimée en normatif par la banque est légèrement supérieure à la marge d'EBIT moyenne sur la période 2020-2051 dans la modélisation faite par Associé en Finance. Cependant, les marges d'EBIT retenues par Associés en Finance sont supérieures en début de modélisation à la marge normative utilisée par Natixis, et convergent ensuite vers des niveaux plus faibles ;
- Associés en Finance a retenu le taux d'impôt de 28% issue de la Loi de Finance 2017 et effectif à partir de 2019, auquel s'ajoute la contribution sociale, tandis que Natixis a utilisé seulement le taux d'impôt de 28% ;
- Natixis a modélisé la variation de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires. Associés en Finance a modélisé le niveau de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires puis en a déduit sa variation chaque année ;
- Associés en Finance a modélisé des dépenses d'investissements légèrement plus élevées que Natixis en début de modélisation. Elles convergent ensuite vers le même niveau (-1,0 % du chiffre d'affaires) ;
- Les travaux de Natixis aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 9,78%, sur la base des primes de marché élaboré en interne, et d'un bêta désendetté de 0,57 calculé à partir du bêta de l'échantillon « Retail – General » de Damodaran en janvier 2017 et d'une structure financière retenue post Augmentation de Capital Réservée. Associés en Finance dispose de sa propre méthodologie d'estimation du coût du capital ressortant du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Le coût du capital est notamment estimé en neutralisant l'impact de la structure financière à partir du risque opérationnel de la Société et de sa taille. L'estimation du coût du capital intègre également la taille de la Société. Les travaux menés aboutissent à un coût du capital avant prise en compte de l'Augmentation de Capital Réservée de 10,58% au 28 septembre 2017, supérieur à celui présenté par la banque.

Les calculs présentés par Associés en Finance d'une part, et la banque présentatrice d'autre part, intègrent la même dette financière nette dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres, ainsi que les mêmes provisions et les mêmes engagements de retraites fiscalisés. Les éléments de passage diffèrent légèrement par le fait qu'Associés en Finance a directement intégré dans les flux le montant des créances CICE non préfinancées par la BPI, alors que Natixis les a intégrées dans les éléments de passage.

La valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode *DCF to firm* s'élève à 1,58 € par action LTC, un niveau supérieur à la valorisation obtenue par la banque présentatrice (1,28 € par action LTC).

Méthodologie de valorisation DCF to equity

Natixis n'a pas effectué de valorisation par la méthode *DCF to equity*. Pour la mise en œuvre de cette méthode, Associés en Finance calcule le coût des fonds propres de LTC en prenant en compte son risque spécifique et la liquidité du titre. Au 28 septembre 2017, il s'établit à 14,11%. La valorisation obtenue par Associés en Finance par cette méthode s'élève à 1,35 € par action LTC.

IV.B.3. Méthodologie de valorisation par actualisation des flux de trésorerie post Augmentation de Capital Réservée

Natixis n'a pas effectué de valorisation post Augmentation de Capital Réservée. Pour la mise en œuvre de cette méthode, Associés en Finance a utilisé le même plan d'affaires et les mêmes hypothèses de prorogation et d'extrapolation que lors de la valorisation en *stand-alone*, hors hypothèses d'intérêt.

La valorisation post Augmentation de Capital Réservée menée par Associés en Finance permet de faire ressortir les effets positifs pour l'actionnaire de ce renforcement des fonds propres. Au 28 septembre 2017, la valorisation s'établit entre 1,63 € et 2,11 € par action LTC (cf. Tableau 14).

IV.B.4. Examen des transactions récentes sur le capital de LTC

La banque présentatrice, de même qu'Associés en Finance, ont examiné les dernières transactions financières ayant eu lieu sur le capital de LTC. La même approche a été utilisée : seule l'Augmentation de Capital Réservée effectuée le 29 septembre 2017 dans le cadre de l'Opération, au prix de 2,50 € par action, a été retenue.

IV.B.5. Synthèse

Tableau 16 : Comparaison des valorisations obtenues pour LTC par la banque présentatrice et par Associés en Finance

Méthode	 Associés en Finance JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS	 NATIXIS
Examen des cours de bourse	Prime offerte par l'Offre de 31,6% par rapport au dernier cours de clôture avant l'annonce de l'Opération (23 juin 2017) Primes comprises entre 11,5% et 30,6% par rapport aux cours moyens pondérés sur des périodes variant entre douze mois et un mois à la date précédant l'annonce de l'Opération (23 juin 2017)	Prime offerte par l'Offre de 31,6% par rapport au dernier cours de clôture avant l'annonce de l'Opération (23 juin 2017) Primes comprises entre 11,5% et 30,6% par rapport aux cours moyens pondérés sur des périodes variant entre douze mois et un mois à la date précédant l'annonce de l'Opération (23 juin 2017)
Actualisation des flux prévisionnels avant Augmentation de Capital Réservee	Valeur centrale de 1,58 € par action LTC sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 58,1% Valeur centrale de 1,35 € par action LTC sur la base de l'évaluation par DCF to Equity. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 85,8%	Valeurs comprises entre 1,07 € et 1,48 € pour la valeur par action LTC sur la base de l'évaluation par DCF. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre 68,9% et 133,6%
Actualisation des flux prévisionnels post Augmentation de Capital Réservee	Valeur centrale de 2,11 € par action LTC sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 18,7% Valeur centrale de 1,63 € par action LTC sur la base de l'évaluation par DCF to Equity. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 53,1%	-
Analyse des transactions récentes sur le capital	Le prix de l'OPAS à 2,50 € offre les mêmes conditions financières aux actionnaires minoritaires que l'Augmentation de Capital Réservee à Tolomei et réalisée le 29 septembre 2017	Natixis retient également les conditions financières de l'Augmentation de Capital Réservee à Tolomei et réalisée le 29 septembre 2017

Sources : Associés en Finance, Natixis

V. Conclusion d'Associés en Finance

Le 23 juin 2017, LTC a annoncé un projet de recapitalisation soutenu par Tolomei Participations pour un montant compris entre 13,3 M€ et 14,3 M€. Le 2 août 2017, Le Tanneur a annoncé la signature effective d'un protocole d'investissement entre son actionnaire majoritaire QLG, qui détient 85,6% du capital, et Tolomei pour un montant compris entre 13,3 M€ et 14,3 M€. L'objectif de l'Opération est de faire face au remboursement du Compte Courant d'Actionnaire de 10,5 M€ consenti par QLG, d'améliorer les perspectives et le développement de la Société, ainsi que de permettre à LTC de s'associer à une société avec une forte expertise dans le domaine de la maroquinerie de luxe.

L'Opération comporte trois étapes :

- Une Augmentation de Capital Réservée à Tolomei à un prix de 2,5 € par action pour un montant total de 10,8 M€, approuvée le 27 septembre 2017 par l'Assemblée Générale des Actionnaires de LTC. Le 29 septembre 2017, Tolomei a acquis 4 320 000 actions LTC, et détient 50,2% du capital de Le Tanneur. Cette première étape permet le remboursement du Compte Courant d'actionnaire consenti par QLG.
- Le lancement par Tolomei d'une OPAS obligatoire portant sur l'ensemble des actions de la société non détenues par Tolomei à un prix de 2,5 € par action. Tolomei n'a pas l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire. Par ailleurs, QLG s'est engagé à ne pas apporter ses actions à l'OPAS. A l'issue de cette étape, la participation de Tolomei au capital de LTC s'élèverait entre 50,2% et 57,4%.
- Une Augmentation de Capital avec maintien du droit préférentiel de souscription pour un montant total de 3,5 M€, garantie par Tolomei. QLG s'est engagé à souscrire à cette augmentation de capital pour un montant de 1,0 M€.

QLG et Tolomei n'agissent pas de concert vis-à-vis de la Société. A l'issue de ces trois étapes, la part de Tolomei au capital de LTC devrait être comprise entre 53,8% et 61,5%.

Le 4 juillet 2017, le Conseil d'Administration de Le Tanneur a désigné Associés en Finance en tant qu'expert indépendant pour apprécier le caractère équitable des termes et conditions de l'Augmentation de Capital Réservée et de l'OPAS.

L'intervention d'Associés en Finance concernant les conditions et termes de l'OPAS s'inscrit dans le cadre de l'application de l'article 261-1-I du Règlement général de l'AMF qui prévoit la nomination par la Société d'un expert indépendant pour attester du caractère équitable d'une offre publique « lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ». Cette attestation constitue un complément à l'attestation d'équité réalisée par Associés en Finance en date du 1^{er} septembre 2017 et relative à la première étape de l'Opération (l'augmentation de capital réservée à Tolomei).

Après avoir écarté les méthodes de valorisation par les comparables boursiers et les transactions comparables, Associés en Finance a procédé à la valorisation de la Société selon les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*.

Le prix de l'OPAS de 2,5 € par action extériorise :

- une prime de 31,6% par rapport au dernier cours de clôture de LTC avant l'annonce de l'Opération, et des primes comprises entre +29,9% et 30,6% sur le cours moyen pondéré sur respectivement trois mois et un mois, en retenant une période de référence arrêtée au 23 juin 2017, date précédant l'annonce de l'Opération ;
- des primes de +58,1% et +85,8% par rapport à la valorisation (en hypothèse médiane) de Le Tanneur par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, établis sur la base du plan d'affaires de la Société après intégration des résultats du

premier semestre 2017, et avant prise en compte de l'Augmentation de Capital Réservee ; les taux d'actualisation utilisés sont basés sur les conditions de marché en vigueur à fin septembre 2017.

Associés en Finance a également analysé l'impact de l'Augmentation de Capital Réservee sur la valeur intrinsèque de LTC, et constate que le prix d'Offre offre également aux actionnaires une prime significative par rapport à cette valorisation post Augmentation de capital Réservee.

Enfin, il convient de noter que les actionnaires minoritaires se voient offrir, par cette Offre Publique, un prix pour leurs actions équivalent à celui que Tolomei Participations a payé dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservee au terme de laquelle Tolomei a pris le contrôle de LTC.

Les résultats de la valorisation multi-critères réalisée par Associés en Finance sont résumés dans le Tableau 17.

Tableau 17
Primes induites par le prix d'Offre

		Valeur par action (€)	Prime induite par le prix d'Offre
Examen du cours de bourse au 23 juin 2017	Dernier cours de clôture avant l'annonce de l'Opération	1,90 €	31,6%
	Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	1,91 €	30,6%
	Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	1,93 €	29,9%
	Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	2,09 €	19,4%
Méthode d'actualisation des flux prévisionnels avant Augmentation de Capital Réservee	DCF to Firm	1,58 €	58,1%
	DCF to Equity	1,35 €	85,8%
Méthode d'actualisation des flux prévisionnels post Augmentation de Capital Réservee	DCF to Firm	2,11 €	18,7%
	DCF to Equity	1,63 €	53,1%
Examen des transactions récentes sur le capital	Augmentation de Capital Réservee à Tolomei et réalisée le 29 septembre 2017 dans le cadre de l'Opération	2,50 €	0,0%

Source : Associés en Finance

Le prix de l'OPAS de 2,5 € présente des primes significatives par rapport aux derniers cours cotés avant l'annonce de l'Opération et par rapport aux valorisations effectuées par Associés en Finance. La réalisation de l'Augmentation de Capital Réservee, première étape de l'Opération, a d'ores et déjà un effet « relatif » sur la valeur pour l'actionnaire de Le Tanneur.

Les termes et conditions de l'OPAS sont donc équitables pour les actionnaires minoritaires, qui bénéficient en outre de la possibilité de monétiser immédiatement leur investissement dans un titre très peu liquide, et de primes significatives par rapport aux valorisations que les travaux d'Associés en Finance ont mises en exergue.

Philippe Leroy
Président d'Associés en Finance

VI. Annexe 1 : Présentation de l'expert

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

Créé en 1968 par Jean-Michel Détroyat, Détroyat Associés a été l'un des tout premiers intervenants français indépendants dans le conseil et l'analyse financière.

Créé en 1979, Associés en Finance est un acteur spécialisé dans l'analyse financière et l'évaluation. Son co-fondateur Bertrand Jacquillat a contribué à développer différentes techniques d'évaluation et de calculs financiers aujourd'hui utilisés par l'ensemble de la communauté financière.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 25 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance, Détroyat et Jacquillat Associés réside dans son modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Le Tableau 18 récapitule les interventions d'Associés en Finance ou de Détroyat Associés en qualité d'expert indépendant sur des opérations régies par le Règlement Général de l'AMF :

Tableau 18
Missions d'Associés en Finance et Détroyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
juin-17	Blue Solutions	Bolloré	BNP Paribas / Natixis	OPAS
juin-17	SI PH	Michelin	Oddo & Cie	OPR
juin-17	Finalac	GML	BNP Paribas / Crédit Agricole / Société Générale	OPAS puis RO
déc. 2016 / janv. 2017	Salvepar	Tikehau Capital	BNP Paribas / Crédit Agricole	OPM puis RO
novembre-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
novembre-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
octobre-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
septembre-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juillet-15	Serma	Financière Ampère Galilée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Edition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Credit Agricole CIB	OPA
novembre-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
octobre-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
septembre-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
septembre-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
septembre-14	AlphaMos	DMS	Rochefort & Associés	Augmentation de capital
juillet-14	Carrefour Property Development	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général. Les compétences et l'expérience d'Associés en Finance dispose en matière d'analyse et d'évaluation financière ainsi que les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité, préalable à la fois exigeant et indépendant requis par ce type de mission.

Personnel associé à la réalisation de la mission

■ Philippe Leroy – Président d'Associés en Finance

Philippe Leroy a assuré la supervision opérationnelle ou le contrôle qualité de l'intégralité des missions conduites par Détroyat Associés depuis 2007. Diplômé de l'ESSEC, Philippe a commencé sa carrière chez Bossard Consultants avant de rejoindre la banque d'affaires, d'abord à la BGP-SIB, puis à la Chase Manhattan Bank dont il a été le Directeur Général en France et chez HSBC Markets comme Managing Director où il a créé le département de spécialiste en valeur du Trésor. Philippe a été responsable de l'origination et l'exécution d'opérations réalisées pour le compte de banques et de compagnies d'assurances à la Chase Manhattan Bank et chez HSBC. Il était en charge des financements structurés et réglementaires. Il a également été Directeur Corporate Finance, membre du comité exécutif de Vivarte. Philippe a conduit diverses missions pour le compte de la sphère publique notamment avec le Ministère des Finances, l'Agence des participations de l'Etat et la Caisse des Dépôts et Consignations et entretient régulièrement des relations avec l'AMF. Il est expert judiciaire auprès de la Cour d'Appel de Paris.

■ Pierre Charmion – Manager, Equipe d'Exécution :

Pierre Charmion est titulaire d'un Master 222 – Marchés Financiers & Gestion d'Actifs de l'Université Paris Dauphine. Il a commencé sa carrière chez BNP Investment Partners au sein du département Gestion, puis chez Oddo Asset Management dans le département Convertibles & Taux. Il a animé des cours à l'Université Paris Nanterre dans le Master de Méthodes Scientifiques de Gestion et à l'Université Paris Dauphine dans le Master Finance. Depuis son arrivée chez Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés en 2011, Pierre a mené de nombreuses missions d'expertises et d'évaluation indépendantes (expertises de marchés, litiges fiscaux et dossiers de restructuration financière, modélisation de produits optionnels complexes).

■ Marjory Coustaroux – Analyste, Equipe d'Exécution :

Marjory Coustaroux a rejoint l'équipe d'Associés en Finance en 2016, dédiée aux activités d'évaluation indépendante, après avoir travaillé chez Blackfin Capital Partners en private equity. Elle a démarré sa carrière au sein de Crédit Agricole CIB. Elle est Ingénieur diplômée de l'INSA Toulouse et du Master Techniques Financières de l'ESSEC.

■ Catherine Meyer – Associée et responsable du contrôle Qualité :

Responsable de l'exécution, en charge des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil, Catherine est également responsable transversale de la Formation et de la veille technique d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés. Diplômée d'HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers, elle a animé des séances de formation à la SFAF. Catherine est intervenue sur de nombreux dossiers d'attestation d'équité sur des secteurs d'activité divers. Elle a aussi mené des missions de valorisation d'actifs non cotés, d'études du coût du capital des sociétés, et des dossiers de contentieux et d'arbitrage.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à la ratification de sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de Le Tanneur du 4 juillet 2017, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 5 juillet 2017 au 29 septembre 2017. Le présent rapport a été établi sur la base des cours au 28 septembre 2017.

Au cours de cette période, Associés en Finance a eu des contacts physiques ou téléphoniques avec les différentes personnes indiquées ci-dessous :

- Jean Clenet, Directeur Général, Le Tanneur
- Patricia Moulon, Directrice Financière, Le Tanneur
- François-Xavier Naime, Baker & McKenzie
- Giuliano Lastrucci, Baker & McKenzie
- Eric Lasry, Baker & McKenzie
- Elsa Lesclide, Baker & McKenzie
- Bertrand de Cordoue, Natixis
- Françoise Negroni, Natixis
- Sébastien Santoni, Natixis
- Sophie Debay, Natixis
- Agathe Papon, Natixis

Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles. Le programme de travail détaillé et les sources d'information utilisées sont également présentés ci-dessous :

■ **Analyse de documents et diligences menées**

- documents de référence de Le Tanneur ;
- analyse du plan d'affaires 2017-2020 établi par la Société ;
- examen des contrats passés avec les donneurs d'ordres ;
- examen des statuts de Le Tanneur ;
- examen des procès-verbaux de Conseil d'Administration depuis 2014 ;
- analyse des comptes semestriels 2017 ;
- examen des rapports d'expertise immobilière ;
- analyse du projet de note d'information ;
- analyse financière, comptes et stratégie de Le Tanneur ;
- analyse de l'environnement économique et concurrentiel de Le Tanneur ;
- évaluation de Le Tanneur selon une approche multicritères ;
- analyse des transactions récentes sur les sociétés du secteur depuis 2012 ;
- examen / évaluation des éléments correctifs permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour Le Tanneur ;
- examen du protocole d'accord signé entre Tolomei, QLG et Le Tanneur ;
- examen du contrat de Compte Courant d'Actionnaire consenti par QLG et de ses avenants ;
- analyse de l'impact de l'Augmentation de Capital Réservée sur la situation de l'actionnaire minoritaire ;
- examen des éléments opérationnels intervenus depuis septembre 2017 ;
- analyse du projet de note d'information et des éléments d'appréciation du prix d'Offre élaborés par Natixis ;
- examen du projet de note en réponse.

■ **Utilisation des bases de données**

- utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
- utilisation de la base de données Trival® d'Associés en Finance ;
- utilisation de la base de données Xerfi

-
- Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus
 - Mise en œuvre du contrôle qualité
 - Rédaction du rapport d'expertise
 - Présentation du rapport à la Société

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Opération) s'établissent dans une fourchette de 30 000 € à 35 000 € hors TVA.

VII. Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival®

Le modèle d'évaluation Trival® permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, primes de marché, taux d'intérêt, spread emprunteurs). Trival® représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

VII.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival® est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de Trival® est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés. Il constitue une référence en matière de rentabilité attendue sur le marché actions, et corrélativement de primes de marché.

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon près de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'échelonnant de 20 M€ pour le plus faible à 750 Mds€ pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente

économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65%.

VII.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance, Jacquillat et Détoyat Associés a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

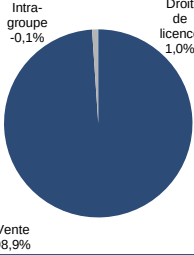
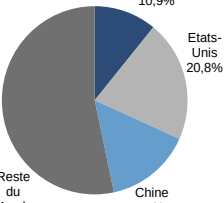
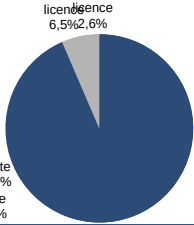
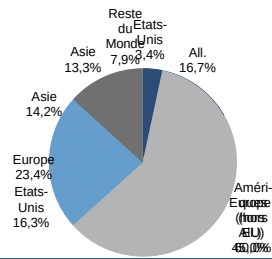
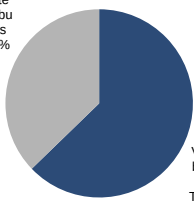
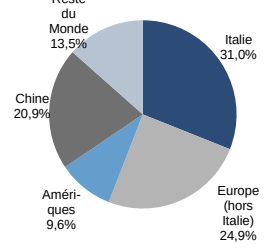
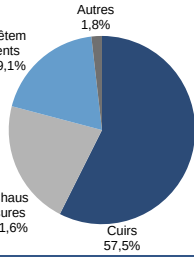
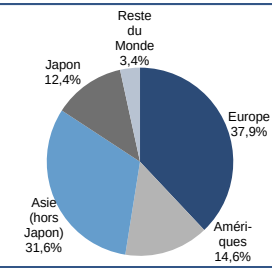
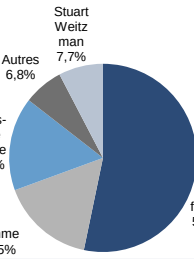
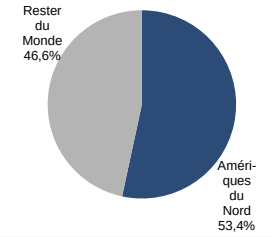
L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres (paragraphe 1), permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan.

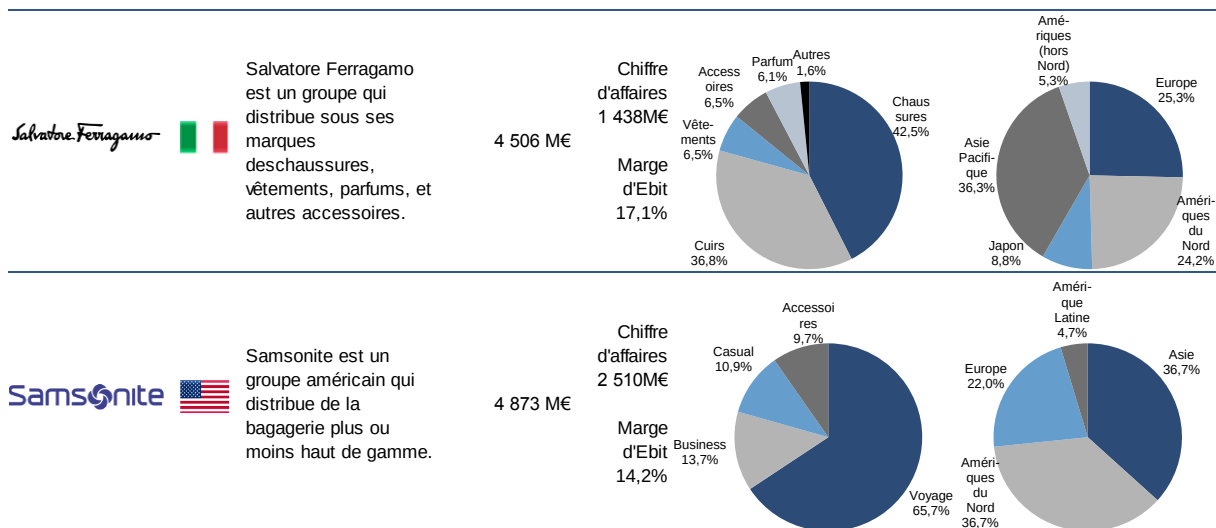
VIII. Annexe 3 : présentation des sociétés de l'échantillon de comparables (méthode de valorisation non retenue)

Tableau 19
Présentation de l'échantillon de sociétés comparables retenues (partie 1)

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
		Burberry est une marque de Luxe britannique qui distribue sous sa marque des vêtements, de la maroquinerie, et des parfums.	8 327 M€	Chiffre d'affaires 3 075 M€ Marge d'Ebit 15,7%		
		Hugo Boss est une marque allemande qui distribue des vêtements hauts de gammes, ainsi que des parfums et des accessoires.	4 698 M€	Chiffre d'affaires 2 693 M€ Marge d'Ebit 12,1%		
		TOD'S est une marque italienne spécialisée dans les chaussures et la maroquinerie. L'essentiel de son chiffre d'affaires est générés via ses propres boutiques.	2 142 M€	Chiffre d'affaires 1 040 M€ Marge d'Ebit 12,7%		
		Prada est une marque de luxe italienne qui détient sa propre maison de couture. Le groupe a récemment fait l'acquisition de	9 365 M€	Chiffre d'affaires 3 184 M€ Marge d'Ebit 15,1%		
		Coach est un groupe américain spécialisé dans la maroquinerie. Le groupe a récemment acquis Kate Spade & Company, une société spécialisée dans les vêtements et les accessoires.	10 835 M€	Chiffre d'affaires 4 011 M€ Marge d'Ebit 18,6%		

Source : Associés en Finance

Tableau 20
Présentation de l'échantillon de sociétés comparables retenues (partie 2)



Source : Associés en Finance

IX. Annexe 4 : détail des transactions intervenues dans le secteur

Jimmy Choo Plc

Le 25 juillet 2017, Michael Kors Holdings Ltd. a conclu l'achat de Jimmy Choo Plc pour un montant de 2,3 £ par action soit un coût total des fonds propre de 896,4 M£. Jimmy Choo est une marque qui distribue des chaussures de luxe, notamment connu pour ses « Stilettos » dans les années 90. Cette acquisition a été réalisée à une valeur d'entreprise de 1 185 M€ et un multiple d'Ebitda de 17,3x.

Kate Spade and Company

Le 10 juillet 2017, Coach Inc a acquis Kate Spade & Company, une marque de sacs, prêt-à-porter et accessoires, pour un montant de 18,5 \$ par actions soit un montant total de transaction de 2,4 Mds \$. Cette acquisition a été réalisée à un multiple de chiffre d'affaires de 1,7x et un multiple d'Ebitda de 10,3x.

Christian Dior Couture

Dans le cadre de la simplification de sa structure, LVMH a conclu en juin 2017 l'acquisition de la branche Couture de la marque de luxe Christian Dior. Cette transaction se fait en parallèle d'une offre publique de d'achat sur 26% du capital de la holding Christian Dior SE. Cette acquisition a été réalisée à une valeur de 6,5 Mds€ et à un multiple d'Ebitda de 15,6x.

Luxottica Group S.p.A

Le 24 juillet 2017, l'autorité de la concurrence a approuvé la fusion entre le fabricant de verres optique français, Essilor, avec le groupe italien Luxottica, qui détient notamment les marques de lunettes Ray-Ban, Burberry ou encore Chanel. La transaction sera réalisée par un échange en actions avec une parité d'échange de 0,461 actions ordinaire nouvelle Essilor pour une action ordinaire Luxottica apportée. Cette fusion fait ressortir Luxottica à une valeur d'entreprise de 24 791 et un multiple d'Ebitda de 12,7x.

Tumi Holdings, Inc.

Le 1er août 2016, le fabricant de bagages Samsonite International S.A. a réalisé l'acquisition de Tumi, une marque de bagagerie de luxe pour un montant de 26,8 \$ par actions payé en cash. Cette transaction correspond à une valeur d'entreprise de 1 541 M€ et un multiple d'Ebitda de 14,1x.

R.G. Barry Corporation

Le 11 septembre 2013, un consortium de fonds d'investissements a conclu l'acquisition de R.G. Barry Corporation, une société américaine qui produit et distribue des sacs et du prêt-à-porter. La transaction a été réalisée à une valeur d'entreprise de 162 M€ et un multiple d'Ebitda de 10,4x.

Groupe SMCP S.A.S

Le 18 avril 2013, le fond d'investissement américain KKR a conclu l'acquisition du groupe français SMCP qui détient plusieurs marques hautes gammes dans le prêt-à-porter et les accessoires de modes. Cette acquisition a valorisé le groupe français à une valeur d'entreprise de 1 132 M€ et un multiple d'Ebitda de 17,6x.