

LE TANNEUR

Société anonyme à conseil d'administration au capital de 4 282 136 euros
Siège social : 128-130 Quai de Jemmapes – 75010 Paris
414 433 797 R.C.S. Paris

NOTE D'OPERATION

Mise à la disposition du public à l'occasion de l'admission sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« Euronext Paris ») de 4.320.000 actions nouvelles émises au prix unitaire de 2,50 euros (les « Actions Nouvelles ») dans la cadre d'une augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de Tolomei Participations, pour un montant de 10.800.000 euros, prime d'émission incluse (l'« Augmentation de Capital Réservée »).

La réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée est soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires de Le Tanneur & Cie devant se réunir le 27 septembre 2017.



Visa de l'Autorité des marchés financiers

En application des articles L. 412-1 et L. 621-8 du Code monétaire et financier et de son règlement général, notamment de ses articles 211-1 à 216-1, l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») a apposé le visa n° 17-491 en date du 18 septembre 2017 sur le présent prospectus. Ce prospectus a été établi par l'émetteur et engage la responsabilité de ses signataires.

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

Le prospectus (le « Prospectus ») est composé :

- du document de référence de la société Le Tanneur & Cie (« Le Tanneur » ou la « Société »), déposé auprès de l'AMF le 10 avril 2017 sous le numéro D.17-0356 (le « Document de Référence »),
- de l'actualisation du document de référence déposée auprès de l'AMF le 18 septembre 2017 sous le numéro D.17-0356 –A01 (l' « Actualisation du Document de Référence »),
- de la présente note d'opération (la « Note d'Opération »), et
- du résumé du Prospectus (inclus dans la Note d'Opération) (le « Résumé du Prospectus »).

Des exemplaires du Prospectus sont disponibles sans frais au siège social de la Société, 128-130 Quai de Jemmapes – 75010 Paris, sur le site Internet de la Société (www.letanneuretcie.com) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org).

REMARQUES PRELIMINAIRES

Dans la Note d'Opération et le résumé du Prospectus :

- le terme « **Actions Nouvelles** » désigne ensemble les actions nouvelles issues de l'Augmentation de Capital Réservée;
- le terme « **Assemblée Générale Mixte** » désigne l'assemblée générale des actionnaires de la Société à caractère ordinaire et extraordinaire convoquée pour 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 soumise à l'approbation 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 des Actions Nouvelles, soumise à l'approbation de l'Assemblée Générale Mixte;
- 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 en principal et intérêts courus, à la date du Prospectus, 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, soit un montant cumulé de 10,9 millions euros ;
- 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 « **Offre Publique d'Achat** » désigne l'offre publique d'achat obligatoire simplifiée qui sera déposée par Tolomei à la suite de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée;
- 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 3.5 de la présente Note d'Opération ;
- 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;

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.

- le terme « **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, ou tout affilié qu'elle pourrait se substituer, conformément aux termes du Protocole d'Accord.

REMARQUES GENERALES

Le Prospectus contient des indications sur les objectifs du Groupe ainsi que des déclarations prospectives concernant notamment ses projets en cours ou futurs. Ces indications sont parfois identifiées par l'utilisation du futur, du conditionnel et de termes à caractère prospectif tels que « croire », « s'attendre à », « pouvoir », « estimer », « considérer », « avoir pour objectif », « avoir l'intention de », « souhaiter », « envisager de », « anticiper », « devoir » ou, le cas échéant, la forme négative de ces mêmes termes, ou toute autre variante ou terminologie similaire. Ces informations ne sont pas des données historiques et ne doivent pas être interprétées comme des garanties que les faits et données énoncés se produiront. Ces informations sont susceptibles d'être affectées par des risques connus ou inconnus, et d'évoluer ou d'être modifiées en raison des incertitudes et d'autres facteurs liés notamment à l'environnement économique, financier, concurrentiel et réglementaire qui pourraient faire en sorte que les résultats futurs, les performances et les réalisations du Groupe soient significativement différents des objectifs formulés ou suggérés. Les informations prospectives mentionnées dans le Prospectus sont données uniquement à la date du Prospectus. Sauf obligation légale ou réglementaire qui s'appliquerait, le Groupe ne prend aucun engagement de publier des mises à jour des informations prospectives contenues dans le Prospectus afin de refléter tout changement affectant ses objectifs ou les événements, conditions ou circonstances sur lesquels sont fondées les informations prospectives contenues dans le Prospectus, étant rappelé qu'aucune de ces informations prospectives ne constitue une garantie de résultats réels.

Le Prospectus contient des informations sur les marchés du Groupe et ses positions concurrentielles, y compris des informations relatives à la taille de ses marchés. Sauf indication contraire, ces informations sont des estimations du Groupe et ne sont fournies qu'à titre indicatif. Les estimations du Groupe sont fondées sur des informations obtenues auprès de clients, fournisseurs, organisations professionnelles et autres intervenants des marchés au sein desquels le Groupe opère. Bien que le Groupe considère que ces estimations sont pertinentes à la date du Prospectus, il ne peut garantir l'exhaustivité ou l'exactitude des données sur lesquelles ces estimations sont fondées, ou que ses concurrents retiennent les mêmes définitions des marchés sur lesquels ils opèrent.

Parmi les informations contenues dans le Prospectus, les investisseurs sont invités à prendre attentivement en considération les facteurs de risque détaillés au chapitre intitulé « Analyse des risques du Groupe » du Document de Référence (en ce compris l'Actualisation du Document de Référence), ainsi qu'au chapitre 2 de la Note d'Opération avant de prendre leur décision d'investissement. La réalisation de tout ou partie de ces risques est susceptible d'avoir un effet défavorable sur l'activité, la situation financière, les résultats du Groupe ou sur sa capacité à réaliser ses objectifs. En outre, d'autres risques, non encore identifiés ou considérés comme non significatifs par le Groupe à la date du Prospectus, pourraient également avoir un effet défavorable.

RESUME DU PROSPECTUS

Visa n° 17-491 en date du 18 septembre 2017

Le Résumé du Prospectus est constitué d'informations requises désignées sous le terme d'« Éléments », qui sont présentés en cinq sections A à E et numérotés de A.1 à E.7.

Ce Résumé du Prospectus contient l'ensemble des Éléments devant figurer dans le résumé d'un prospectus relatif à cette catégorie de valeurs mobilières et à ce type d'émetteur. Tous les Éléments ne devant pas être renseignés, la numérotation des Éléments dans le présent Résumé du Prospectus n'est pas continue.

Il est possible qu'aucune information pertinente ne puisse être fournie au sujet d'un Élément donné qui doit figurer dans le présent Résumé du Prospectus du fait de la catégorie de valeurs mobilières et du type d'émetteur concernés. Dans ce cas, une description sommaire de l'Élément concerné figure dans le résumé avec la mention « sans objet ».

L'information faisant l'objet de la Note d'Opération permet de rétablir, en tous points significatifs et en tant que de besoin, l'égalité d'accès entre les différents actionnaires et investisseurs à l'information relative au Groupe.

Section A – Introduction et avertissements

A.1	Avertissement au lecteur	<p>Le Résumé du Prospectus doit être lu comme une introduction au Prospectus.</p> <p>Toute décision d'investir dans les titres financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée doit être fondée sur un examen exhaustif du Prospectus par l'investisseur.</p> <p>Lorsqu'une action concernant l'information contenue dans le Prospectus est intentée devant un tribunal, l'investisseur plaignant peut, selon la législation nationale des États membres de l'Union Européenne ou parties à l'accord sur l'Espace Économique Européen, avoir à supporter les frais de traduction du Prospectus avant le début de la procédure judiciaire.</p> <p>Les personnes qui ont présenté le Résumé du Prospectus, y compris le cas échéant sa traduction et en ont demandé la notification au sens de l'article 212-41 du règlement général de l'AMF, n'engagent leur responsabilité civile que si le contenu du Résumé du Prospectus est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du Prospectus ou s'il ne fournit pas, lu en combinaison avec les autres parties du Prospectus, les informations essentielles permettant d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces titres financiers.</p>
A.2	Consentement de l'émetteur	Sans objet.

Section B – Émetteur

B.1	Dénomination sociale et nom commercial	Raison sociale : Le Tanneur & Cie.
-----	---	------------------------------------

B.2	Siège social / Forme juridique / Droit applicable / Pays d'origine	Siège social : 128-130 Quai de Jemmapes, 75010 Paris. Forme juridique : Société anonyme à conseil d'administration. Droit applicable : Droit français. Pays d'origine : France.
B.3	Nature des opérations et principales activités de l'émetteur	La Société est spécialisée dans la conception et la vente de produits de maroquinerie. Son activité s'articule autour des deux pôles suivants : <ul style="list-style-type: none"> une activité de fabrication pour maisons de luxe avec trois usines répondant aux besoins des donneurs d'ordres, en Corrèze et dans l'Ain. une activité d'exploitation des marques propres "Le Tanneur" et "Soco", qui proposent des gammes complètes de sacs, portefeuilles, accessoires et bagages pour la femme et l'homme.
B.4a	Principales tendances récentes ayant des répercussions sur l'émetteur et ses secteurs d'activité	<p><i>Information financière au 30 juin 2017</i></p> <p>Le chiffre d'affaire du Groupe s'est élevé au 30 juin 2017 à 25,8 M€. Il est resté stable par rapport au chiffre d'affaire semestriel de 2016 (25,8 M€ au 30 juin 2016).</p> <p>Le résultat opérationnel courant consolidé du premier semestre 2017 s'élève à -1,9 M€ (-1,3 M€ au 30 juin 2016) et le résultat net à -2 M€ (-1,5 M€ au 30 juin 2016).</p> <p><i>Fabrication pour maisons de luxe : progression d'activité, baisse ponctuelle de rentabilité</i></p> <p>L'activité du premier semestre de la branche Fabrication pour maisons de luxe a augmenté de 3,8% notamment grâce au développement encourageant de la relation d'affaires avec les donneurs d'ordres Moreau et Ralph & Russo.</p> <p>La contribution de cette branche au résultat opérationnel consolidé a toutefois diminué par rapport au premier semestre 2016 à cause de la mise en fabrication de nouveaux produits pour le donneur d'ordres principal qui a freiné la productivité pendant les quatre premiers mois de l'année et a entraîné une surconsommation de matières premières. Après cette phase de mise en place, la situation s'est stabilisée.</p> <p><i>Marques propres : contexte de consommation nationale toujours aussi pesant, des perspectives intéressantes sur Internet et à l'export</i></p> <p>La conjoncture économique nationale difficile et la baisse de fréquentation touristique continuent de peser sur la branche Marques propres dont l'activité a reculé de 3,0% à périmètre comparable au cours du semestre.</p> <p>Néanmoins, plusieurs canaux de distribution sont en progression :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les ventes par Internet, via le site www.letanneur.com, refondu au cours de la période. La marque Le Tanneur est également de plus en plus présente sur des sites exploités par des distributeurs, notamment en Allemagne. - L'export, avec un démarrage d'affaires porteur d'espoir en Asie (Taïwan, Japon et Chine).

Faits marquants depuis le 30 juin 2017

Plan de Recapitalisation et de Développement

Le principal fait marquant est la conclusion du Protocole d'Accord relatif au Plan de Recapitalisation et de Développement soutenu par Tolomei le 1^{er} août 2017. La signature de ce Protocole d'Accord fait suite à l'entrée en négociation exclusive de la Société, Tolomei et QLG en vue d'une recapitalisation de Le Tanneur pour un montant d'au moins 13.300.000 euros annoncée le 23 juin 2017. A la suite de l'exercice par QLG de l'option dont elle disposait aux termes du Protocole d'Accord de souscrire à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS à hauteur d'un million d'euros le 28 août 2017, le montant du Plan de Recapitalisation et de Développement a été porté à 14,3 millions d'euros.

Le Plan de Recapitalisation et de Développement vise à améliorer significativement les perspectives de Le Tanneur, en particulier en lui permettant (i) de rembourser le prêt en compte courant d'actionnaire de QLG d'un montant de 10,9 millions d'euros intérêts courus inclus à la date du Prospectus, (ii) de disposer des moyens de poursuivre son développement, et (iii) de s'adjointre l'expertise et l'expérience reconnues du Groupe Tolomei dans la fabrication et la distribution d'articles de maroquinerie de luxe.

Le Plan de Recapitalisation et de Développement prévoit la réalisation successive des trois opérations suivantes:

- une augmentation de capital de 10.800.000 euros au prix de 2,50 euros par action réservée à Tolomei, objet du Prospectus, à l'issue de laquelle Tolomei deviendrait l'actionnaire majoritaire de la Société (l'Augmentation de Capital Réservée) ;
- à la suite de l'Augmentation de Capital Réservée et, dans le prolongement du franchissement des seuils de 30% et 50% en actions et droits de vote, une offre publique d'achat simplifiée de Tolomei sur les actions de la Société non encore détenues par Tolomei au prix de 2,50 euros par action (l'Offre Publique d'Achat), qui fera l'objet d'une note d'information soumise au visa préalable de l'AMF, étant précisé que (i) QLG s'est engagé à ne pas apporter ses actions à l'Offre Publique d'Achat, et que (ii) Tolomei n'a pas l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre Publique d'Achat ; et
- à la suite du dernier règlement-livraison de l'Offre Publique d'Achat, une augmentation de capital en numéraire de la Société de 3.542.056 euros, avec maintien du droit préférentiel de souscription, au prix de 1 euro par action (l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS), qui fera l'objet d'un prospectus 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).

Nouvelle tranche de l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire

Le Tanneur a obtenu début août 2017 une nouvelle avance en compte courant d'un montant de 1.000.000 euros de la part de QLG, portant le total de l'Avance en Compte Courant à 10,9 millions euros intérêts courus inclus à la date du Prospectus.

B.5	Groupe auquel l'émetteur appartient	<p>À la date du Prospectus, l'organigramme du Groupe est le suivant (% en capital et droits de vote):</p> <pre> graph TD A["Qatar Foundation for Education, Science & Community Development"] -- 100% --> B["Qatar Luxury Group S.P.C."] B -- 100% --> C["Qatar Luxury Group Fashion S.P.C."] B -- 85,6% --> D["Le Tanneur & Cie France"] B -- 100% --> E["Sepadima Far East Hong Kong (société dormante)"] B -- 100% --> F["Maroquinerie des Orgues France"] style D fill:none,stroke:none style E fill:none,stroke:none style F fill:none,stroke:none </pre>																																													
B.6	Principaux actionnaires et contrôle de l'émetteur	<p>A la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société au 31 juillet 2017 était la suivante:</p> <table border="1" data-bbox="433 1096 1457 1567"> <thead> <tr> <th></th><th>Nombre d'actions</th><th>% capital</th><th>Droits de vote exercables en AG</th><th>% droits de vote exercables en AG</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>QLG</td><td>3 664 856</td><td>85,6</td><td>7 329 712</td><td>92,0</td></tr> <tr> <td>Diversita SARL</td><td>376 845</td><td>8,8</td><td>376 845</td><td>4,7</td></tr> <tr> <td>M. Philippe SPRUCH</td><td>46 425</td><td>1,1</td><td>46 425</td><td>0,6</td></tr> <tr> <td>Sous-total Concert Diversita/Spruch</td><td>423 270</td><td>9,9</td><td>423 270</td><td>5,3</td></tr> <tr> <td>Public</td><td>173 610</td><td>4,1</td><td>183 490</td><td>2,3</td></tr> <tr> <td>Mandataires sociaux et salariés</td><td>15 300</td><td>0,4</td><td>30 300</td><td>0,4</td></tr> <tr> <td>Le Tanneur</td><td>5 100</td><td>0,1</td><td>-</td><td>-</td></tr> <tr> <td>Total</td><td>4 282 136</td><td>100,0</td><td>7 966 772</td><td>100,0</td></tr> </tbody> </table> <p>L'Assemblée Générale Mixte et l'assemblée spéciale des titulaires d'actions à droit de vote double devant se réunir le même jour que l'Assemblée Générale Mixte sont appelées à statuer sur la suppression des droits de vote double prévus par l'article 11.6 des statuts et l'article L. 225-123 du Code de commerce, sous la condition suspensive de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée.</p> <p>A la date du Prospectus, la Société est contrôlée, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, par QLG, elle-même contrôlée au plus haut niveau par Qatar Foundation for Education, Science and Community Developpement. Après la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée à Tolomei et la suppression des droits de vote double précitée, la Société sera contrôlée par Tolomei qui détiendra 50,2% du capital et des droits de vote de la Société.</p>		Nombre d'actions	% capital	Droits de vote exercables en AG	% droits de vote exercables en AG	QLG	3 664 856	85,6	7 329 712	92,0	Diversita SARL	376 845	8,8	376 845	4,7	M. Philippe SPRUCH	46 425	1,1	46 425	0,6	Sous-total Concert Diversita/Spruch	423 270	9,9	423 270	5,3	Public	173 610	4,1	183 490	2,3	Mandataires sociaux et salariés	15 300	0,4	30 300	0,4	Le Tanneur	5 100	0,1	-	-	Total	4 282 136	100,0	7 966 772	100,0
	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote exercables en AG	% droits de vote exercables en AG																																											
QLG	3 664 856	85,6	7 329 712	92,0																																											
Diversita SARL	376 845	8,8	376 845	4,7																																											
M. Philippe SPRUCH	46 425	1,1	46 425	0,6																																											
Sous-total Concert Diversita/Spruch	423 270	9,9	423 270	5,3																																											
Public	173 610	4,1	183 490	2,3																																											
Mandataires sociaux et salariés	15 300	0,4	30 300	0,4																																											
Le Tanneur	5 100	0,1	-	-																																											
Total	4 282 136	100,0	7 966 772	100,0																																											

B.7	<p>Informations financières historiques clés sélectionnées</p> <p><i>Informations financières historiques</i></p> <p>Les données chiffrées présentées ci-dessous sont exprimées en milliers d'euros et sont extraites des comptes consolidés de la Société au 30 juin 2017, au 31 décembre 2016 et au 31 décembre 2015 établis en normes IFRS (International Financial Reporting Standards).</p> <p>Evolution du chiffre d'affaires en millions d'euros</p>																																										
	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="text-align: left;"></th><th style="text-align: center;">1^{er} semestre 2017</th><th style="text-align: center;">1^{er} semestre 2016</th><th style="text-align: center;"><i>Evolution</i></th><th style="text-align: center;">Année 2016</th><th style="text-align: center;">Année 2015</th><th style="text-align: center;"><i>Evolution</i></th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Fabrication pour maisons de luxe</td><td style="text-align: center;">15,9</td><td style="text-align: center;">15,3</td><td style="text-align: center;">3,9%</td><td style="text-align: center;">29,2</td><td style="text-align: center;">31,3</td><td style="text-align: center;">-6,7%</td></tr> <tr> <td>Autres distributions Marques propres</td><td style="text-align: center;">4,3</td><td style="text-align: center;">4,2</td><td style="text-align: center;">+3,9%</td><td style="text-align: center;">10,5</td><td style="text-align: center;">11,2</td><td style="text-align: center;">-5,8%</td></tr> <tr> <td>Magasins Le Tanneur</td><td style="text-align: center;">5,6</td><td style="text-align: center;">6,3</td><td style="text-align: center;">-11,9%</td><td style="text-align: center;">14,0</td><td style="text-align: center;">14,2</td><td style="text-align: center;">-1,4%</td></tr> <tr> <td>Sous-total Marques Propres</td><td style="text-align: center;">9,9</td><td style="text-align: center;">10,5</td><td style="text-align: center;">-5,6%</td><td style="text-align: center;">24,6</td><td style="text-align: center;">25,4</td><td style="text-align: center;">-3,4%</td></tr> <tr> <td>TOTAL</td><td style="text-align: center;">25,8</td><td style="text-align: center;">25,8</td><td style="text-align: center;">0,0%</td><td style="text-align: center;">53,8</td><td style="text-align: center;">56,7</td><td style="text-align: center;">-5,2%</td></tr> </tbody> </table>		1 ^{er} semestre 2017	1 ^{er} semestre 2016	<i>Evolution</i>	Année 2016	Année 2015	<i>Evolution</i>	Fabrication pour maisons de luxe	15,9	15,3	3,9%	29,2	31,3	-6,7%	Autres distributions Marques propres	4,3	4,2	+3,9%	10,5	11,2	-5,8%	Magasins Le Tanneur	5,6	6,3	-11,9%	14,0	14,2	-1,4%	Sous-total Marques Propres	9,9	10,5	-5,6%	24,6	25,4	-3,4%	TOTAL	25,8	25,8	0,0%	53,8	56,7	-5,2%
	1 ^{er} semestre 2017	1 ^{er} semestre 2016	<i>Evolution</i>	Année 2016	Année 2015	<i>Evolution</i>																																					
Fabrication pour maisons de luxe	15,9	15,3	3,9%	29,2	31,3	-6,7%																																					
Autres distributions Marques propres	4,3	4,2	+3,9%	10,5	11,2	-5,8%																																					
Magasins Le Tanneur	5,6	6,3	-11,9%	14,0	14,2	-1,4%																																					
Sous-total Marques Propres	9,9	10,5	-5,6%	24,6	25,4	-3,4%																																					
TOTAL	25,8	25,8	0,0%	53,8	56,7	-5,2%																																					
	<p>Répartition du chiffre d'affaires par activité</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="text-align: left;"></th><th style="text-align: center;">1^{er} semestre 2017</th><th style="text-align: center;">1^{er} semestre 2016</th><th style="text-align: center;">Année 2016</th><th style="text-align: center;">Année 2015</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Fabrication pour maisons de luxe</td><td style="text-align: center;">61,6%</td><td style="text-align: center;">59,3%</td><td style="text-align: center;">54,3%</td><td style="text-align: center;">55,2%</td></tr> <tr> <td>Autres distributions Marques propres</td><td style="text-align: center;">16,8%</td><td style="text-align: center;">16,2%</td><td style="text-align: center;">19,6%</td><td style="text-align: center;">19,7%</td></tr> <tr> <td>Magasins Le Tanneur</td><td style="text-align: center;">21,6%</td><td style="text-align: center;">24,5%</td><td style="text-align: center;">26,1%</td><td style="text-align: center;">25,1%</td></tr> <tr> <td>Sous-total Marques Propres</td><td style="text-align: center;">38,4%</td><td style="text-align: center;">40,7%</td><td style="text-align: center;">45,7%</td><td style="text-align: center;">44,8%</td></tr> <tr> <td>TOTAL</td><td style="text-align: center;">100,0%</td><td style="text-align: center;">100,0%</td><td style="text-align: center;">100,0%</td><td style="text-align: center;">100,0%</td></tr> </tbody> </table>		1 ^{er} semestre 2017	1 ^{er} semestre 2016	Année 2016	Année 2015	Fabrication pour maisons de luxe	61,6%	59,3%	54,3%	55,2%	Autres distributions Marques propres	16,8%	16,2%	19,6%	19,7%	Magasins Le Tanneur	21,6%	24,5%	26,1%	25,1%	Sous-total Marques Propres	38,4%	40,7%	45,7%	44,8%	TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%												
	1 ^{er} semestre 2017	1 ^{er} semestre 2016	Année 2016	Année 2015																																							
Fabrication pour maisons de luxe	61,6%	59,3%	54,3%	55,2%																																							
Autres distributions Marques propres	16,8%	16,2%	19,6%	19,7%																																							
Magasins Le Tanneur	21,6%	24,5%	26,1%	25,1%																																							
Sous-total Marques Propres	38,4%	40,7%	45,7%	44,8%																																							
TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%																																							
	<p>Endettement net et ratio d'endettement net</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="text-align: center;">(en M€)</th><th style="text-align: center;">30/06/2017</th><th style="text-align: center;">30/06/2016</th><th style="text-align: center;">31/12/2016</th><th style="text-align: center;">31/12/2015</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Total dettes financières</td><td style="text-align: center;">18,9</td><td style="text-align: center;">17,6</td><td style="text-align: center;">14,5</td><td style="text-align: center;">13,1</td></tr> <tr> <td>Moins : Trésorerie et équivalents de trésorerie</td><td style="text-align: center;">- 1,7</td><td style="text-align: center;">- 1,7</td><td style="text-align: center;">- 3,5</td><td style="text-align: center;">- 2,6</td></tr> </tbody> </table>	(en M€)	30/06/2017	30/06/2016	31/12/2016	31/12/2015	Total dettes financières	18,9	17,6	14,5	13,1	Moins : Trésorerie et équivalents de trésorerie	- 1,7	- 1,7	- 3,5	- 2,6																											
(en M€)	30/06/2017	30/06/2016	31/12/2016	31/12/2015																																							
Total dettes financières	18,9	17,6	14,5	13,1																																							
Moins : Trésorerie et équivalents de trésorerie	- 1,7	- 1,7	- 3,5	- 2,6																																							

		Endettement net	17,2	15,9	11,0	10,5
		Capitaux propres	3,4	5,0	5,6	6,7
		Ratio d'endettement	5,1	3,2	1,97	1,58

Tableau de flux de trésorerie comparé

	Du 01/01/2017 au 30/06/2017	Du 01/01/2016 au 30/06/2016	Du 01/01/2016 au 31/12/2016	Du 01/01/2015 au 31/12/2015
En M€				

Capacité d'autofinancement	-1,5	-0,9	0,6	0,7
Variation du besoin en fonds de roulement	-4,1	-3,9	-0,7	5,6
Sous-total Flux net de trésorerie généré par l'activité	-5,7	-4,8	-0,1	6,4

Décaisst / acquisition immos	-0,5	-0,5	-0,8	-1,6
Encaisst / cession d'immos	0,0	0,0	0,6	0,1
Sous-total Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement	-0,4	-0,5	-0,2	-1,5

Encaissements provenant d'emprunts	1,8	0,7	0,8	0,6
Remboursement d'emprunts	-0,6	-0,2	-0,5	-0,8
Sous-total Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	1,0	0,3	0,1	-0,3

Variation de trésorerie nette	-5,1	-5,0	-0,2	4,6
Trésorerie à l'ouverture	1,5	1,7	1,7	-2,9

		Trésorerie à la clôture	-3,6	-3,3	1,5	1,7
--	--	-------------------------	------	------	-----	-----

- *Compte de résultat consolidé simplifié au 30/06/2017, au 30/06/2016, au 31/12/2016 et au 31/12/2015*

(En K€)	30-juin-17	30-juin-16	31-déc.-16	31-déc.-15
CHIFFRE D'AFFAIRES	25 822	25 828	53 766	56 712
RESULTAT OPERATIONNEL COURANT	-1 926	-1 384	-433	204
RESULTAT OPERATIONNEL	-1 895	-1 341	-791	-203
Coût de l'endettement financier net	-105	-126	-221	-177
Autres produits financiers	52	5	94	381
Autres charges financières	-110	-15	-79	-283
Impôts sur les bénéfices	-24	12	12	-24
Impôts différés			-114	
RESULTAT NET avant résultat des activités arrêtées ou en cours de cession	-2 081	-1 465	-1 100	-305
Résultat net d'impôt des activités arrêtées ou en cours de cession		-66	-16	-119
RESULTAT NET	-2 081	-1 531	-1 116	-424
Produits et charges comptabilisés directement en capitaux propres	-48	-122	-46	-37
RESULTAT GLOBAL DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE	-2 130	-1 653	-1 162	-461

- *Bilan simplifié au 30/06/2017, 30/06/2016, 31/12/2016 et au 31/12/2015*

(En K€)	30-juin-17	30-juin-16	31-déc.-16	31-déc.-15
ACTIFS NON COURANTS	10 932	12 878	11 318	12 875
Dont Immobilisations	7 860	8 859	7 874	8 881
ACTIFS COURANTS	27 380	25 467	26 392	22 088
Stocks	14 435	11 919	13 498	10 640
Créances clients et autres créances	11 258	11 827	9 442	8 848
Liquidités et quasi-liquidités	1 688	1 721	3 453	2 601
TOTAL ACTIF	38 313	38 345	37 710	34 964

CAPITAUX PROPRES	3 367	5 006	5 497	6 659
Capital	4 282	4 282	4 282	4 282
Dont Résultat de la période	-2 081	-1 531	-1 116	-424
DETTES NON COURANTES	3 748	3 787	3 647	3 684
DETTES COURANTES	31 197	29 552	28 566	24 620
TOTAL CAPITAUX PROPRES ET DETTES	38 313	38 345	37 710	34 964

B.8	Informations financières <i>pro forma</i> clés sélectionnées	Sans objet.
B.9	Prévision estimation ou de bénéfice	Sans objet. La Société n'a pas publié de prévision de bénéfice.
B.10	Réserves sur les informations financières historiques	<p>Les rapports des contrôleurs légaux afférant aux comptes consolidés au 31 décembre 2016 et 2015 et les rapports des contrôleurs légaux afférant aux comptes annuels au 31 décembre 2016 et 2015 ne contiennent ni réserve ni observation.</p> <p>Le rapport sur les comptes consolidés semestriels résumés pour le semestre clos le 30 juin 2017, figurant dans l'Actualisation du Document de Référence, ne contient pas de réserve. Il contient toutefois une observation portant sur les conditions qui sous-tendent l'application du principe de continuité d'exploitation, dont notamment le soutien financier de l'actionnaire majoritaire, QLG, telles qu'exposées dans la note 1-2. "Continuité d'exploitation" de l'annexe aux comptes consolidés semestriels résumés.</p>
B.11	Fonds de roulement net	<p>La Société bénéficie d'un engagement de soutien financier de QLG, son actionnaire principal. En vertu de ce soutien, QLG s'est engagée 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. Ce soutien inclut notamment la prorogation, si nécessaire, de l'échéance de remboursement de l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire jusqu'à cette date, étant précisé que cette Avance en Compte Courant d'Actionnaire s'élève à 10,9 millions d'euros intérêts courus inclus à la date du Prospectus. Cet engagement de soutien financier est cependant conditionné à l'absence de changement de contrôle de la Société.</p> <p>Compte tenu des différentes étapes du Plan de Recapitalisation et de Développement et du changement de contrôle anticipé, le soutien financier de QLG devrait être levé le 29 septembre 2017, date prévue de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée.</p> <p>Dans ce contexte, la Société ne dispose pas à la date du présent Prospectus d'un fonds de roulement net suffisant pour faire face à ses besoins de trésorerie sur les douze prochains mois, et en particulier pour rembourser les avances en compte courant de QLG 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.</p> <p>L'exploitation sur les douze prochains mois soit jusqu'à mi-septembre 2018 génère un besoin de trésorerie de 0,6 millions d'euros.</p> <p>Par conséquent, la Société estime son insuffisance de fonds de roulement sur les douze prochains mois à hauteur d'environ 11,5 millions d'euros.</p> <p>Afin de remédier à cette situation, la Société a engagé le Plan de Recapitalisation et de Développement d'un montant de 14,3 millions d'euros soutenu par Tolomei. Ce projet prévoit les trois opérations suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • une augmentation de capital en numéraire de 10.800.000 euros au prix de 2,50 euros par action réservée à Tolomei, objet du Prospectus, à l'issue de laquelle Tolomei deviendrait l'actionnaire majoritaire de la Société (l'Augmentation de Capital Réservée), dont la réalisation est prévue le 29 septembre 2017 ;

		<ul style="list-style-type: none"> • à la suite de l'Augmentation de Capital Réservée, et dans le prolongement du franchissement des seuils de 30% et 50% en actions et droits de vote, une offre publique d'achat simplifiée de Tolomei sur les actions de la Société non encore détenues par Tolomei au prix de 2,50 euros par action (l'Offre Publique d'Achat), étant précisé que (i) QLG s'est engagé à ne pas apporter ses actions à l'Offre Publique d'Achat, et que (ii) Tolomei n'a pas l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre Publique d'Achat ; et • à la suite du règlement-livraison de l'Offre Publique d'Achat, une augmentation de capital en numéraire de la Société de 3.542.056 euros, avec maintien du droit préférentiel de souscription, au prix de 1 euro par action (l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS) dont la réalisation est prévue courant décembre 2017, 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). <p>Le Plan de Recapitalisation et de Développement vise à améliorer significativement les perspectives de la Société, en particulier en lui permettant (i) de rembourser en totalité l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire de QLG d'un montant de 10,9 millions d'euros intérêts courus inclus à la date du Prospectus, (ii) de disposer des moyens de poursuivre son développement, et (iii) de s'adoindre l'expertise et l'expérience reconnues du Groupe Tolomei dans la fabrication et la distribution d'articles de maroquinerie de luxe.</p> <p>Dans l'hypothèse où le plan de Recapitalisation et de Développement ne se réalisera pas, la Société entend poursuivre sa recherche d'investisseurs pour renforcer sa structure financière.</p>
--	--	---

Section C – Valeurs mobilières		
C.1	Nature, catégorie et numéro d'identification des valeurs mobilières	<p>Les actions nouvelles dont l'admission aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« Euronext Paris ») est demandée (les « Actions Nouvelles ») sont les 4.320.000 actions ordinaires de même catégorie que les actions existantes de la Société (les « Actions »), à émettre au prix unitaire de 2,50 euros dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservée au bénéfice de Tolomei.</p> <p>Elles porteront jouissance courante et donneront droit, à compter de leur émission, à toutes les distributions décidées par la Société à compter de cette date et seront admises sur la même ligne de cotation que les Actions.</p> <p>Libellé pour les actions : Le Tanneur</p> <p>Code ISIN : FR0000075673</p> <p>Mnémonique : LTAN</p> <p>Classification sectorielle ICB : 3763, Habillement et accessoires</p> <p>Compartiment : C</p>
C.2	Devise	Euro.

	d'émission	
C.3	Nombre d'actions émises valeur nominale et	<p>A la date du visa sur le Prospectus, le capital s'élève à 4.282.136 euros entièrement libéré, divisé en 4.282.136 actions ordinaires de 1 euro de valeur nominale chacune.</p> <p>Après émission des 4.320.000 Actions Nouvelles de 1 euro de valeur nominale chacune, le nombre d'actions composant le capital de la Société sera porté à 8.602.136 actions de 1 euro de valeur nominale chacune.</p>
C.4	Droits attachés aux actions	<p>Conformément aux lois et règlements en vigueur et aux statuts de la Société, les principaux droits attachés aux Actions Nouvelles sont les suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • droit à dividendes ; • droit de vote ; • droit préférentiel de souscription de titres de même catégorie ; • droit de participation à tout excédent en cas de liquidation. <p>Il est rappelé que l'Assemblée Générale Mixte et l'assemblée spéciale des titulaires d'actions à droit de vote double devant se réunir le même jour que l'Assemblée Générale Mixte sont appelées à statuer sur la suppression des droits de vote double prévus par l'article 11.6 des statuts et l'article L. 225-123 du Code de commerce, sous la condition suspensive de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée.</p>
C.5	Restrictions à la libre négociabilité des valeurs mobilières	Aucune clause statutaire ne limite la libre négociabilité des actions composant le capital de la Société.
C.6	Demande d'admission à la négociation	<p>Les Actions Nouvelles seront admises aux négociations sur Euronext Paris, dès leur émission prévue le 29 septembre 2017 selon le calendrier indicatif, sur la même ligne de cotation que les Actions de la Société (code ISIN FR0000075673).</p> <p>Aucune autre demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé n'a été formulée par la Société.</p>
C.7	Politique matière de dividende	<p>Le paiement de dividendes ou toute autre distribution est fonction des résultats nets de la Société et de sa politique d'investissement.</p> <p>Aucun dividende n'a été distribué au cours des trois exercices précédents.</p> <p>Compte tenu de la situation financière de la Société, il n'est pas envisagé de distribuer de dividendes à court terme.</p>

Section D – Risques

D.1	Principaux risques propres à l'émetteur ou à son secteur d'activité	Le principal risque propre au Groupe et à son activité est celui relatif à la continuité d'exploitation. La Société bénéficie d'un engagement de soutien financier de QLG, son actionnaire principal. En vertu de ce soutien, QLG s'est engagée à fournir à la Société les moyens financiers lui permettant de faire face à ses engagements vis-à-vis de ses créanciers et de poursuivre son activité, jusqu'au 30 septembre 2018. Ce soutien inclut notamment la prorogation, si nécessaire, des échéances de remboursement de l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire jusqu'à cette date. Cet engagement de soutien financier est cependant conditionné à l'absence de changement de contrôle de la Société. Compte tenu des différentes étapes du Plan de Recapitalisation et de
-----	--	--

	<p>Développement et du changement de contrôle anticipé, le soutien financier de QLG devrait être levé le 29 septembre 2017, date prévue de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée.</p> <p>Dans ce contexte, la Société ne dispose pas à la date du présent Prospectus d'un fonds de roulement net suffisant pour faire face aux échéances de l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire consentie par QLG et à ses besoins de trésorerie d'exploitation pour les douze prochains mois. La Société estime son insuffisance de fonds de roulement sur les douze prochains mois à hauteur d'environ 11,5 millions d'euros (en ce compris 10,9 millions d'euros intérêts courus inclus au titre de l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire).</p> <p>Le Plan de Recapitalisation et de Développement d'un montant de 14,3 millions d'euros soutenu par Tolomei permettra néanmoins à la Société de rembourser l'intégralité de l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire le 29 septembre 2017 et de satisfaire ses besoins de trésorerie d'exploitation pour les douze prochains mois. En cas de non-réalisation du Plan de Recapitalisation et de Développement, la Société pourra continuer de s'appuyer sur l'engagement de soutien financier de son actionnaire, QLG, jusqu'au 30 septembre 2018. Toutefois, cet engagement de soutien financier étant conditionné au maintien du contrôle de QLG sur la Société, tout changement de contrôle de la Société en cas de non-réalisation du Plan de Recapitalisation et de Développement est susceptible d'affecter la continuité de l'exploitation du Groupe.</p> <p>Outre le risque de continuité d'exploitation, les principaux facteurs de risques propres au Groupe et à son activité sont les suivants:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Risque client : L'activité Fabrication pour maisons de luxe est dépendante d'un donneur d'ordres principal (sa part a représenté 69% de la contribution sectorielle de cette branche d'activité en 2016). Un contrat de sous-traitance encadre cette relation commerciale : il a été renouvelé en juin 2017 pour trois ans ; • Risque fournisseurs : La production de la branche d'activité Marques propres est en grande partie sous-traitée auprès de fournisseurs étrangers, exposant le Groupe à un risque de non-livraison et de variation de prix ; • Risque relatif aux opérations prévues par le Plan de Recapitalisation et de Développement: Le changement de contrôle résultant du Plan de Recapitalisation et de Développement pourrait amener certains clients à reconsiderer tout ou partie de leur relations d'affaires avec la Société, le cas échéant par la mise en œuvre de clauses de changement de contrôle contractuelles. La Société n'a toutefois pas été informée à ce jour d'une quelconque intention de ses principaux clients ou fournisseurs de revoir leurs relations avec elle. Le Plan de Recapitalisation et de Développement a par ailleurs été favorablement accueilli par les deux principaux donneurs d'ordre de l'activité Fabrication pour maisons de luxe. • Risques de marché, et, en particulier, le risque de taux et le risque de crédit.
--	--

D.3	Principaux risques propres aux valeurs mobilières offertes/émises	<p><i>Principaux facteurs de risque liés à l'émission des Actions Nouvelles</i></p> <ul style="list-style-type: none"> – Les actionnaires de la Société subiront une dilution du fait de l'émission des Actions Nouvelles ; – Les actionnaires de la Société subiront une dilution supplémentaire s'ils n'exercent pas leurs droits préférentiels de souscription dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS; – Le prix de marché des Actions pourrait fluctuer et baisser en dessous du prix de souscription des Actions Nouvelles ; – La volatilité et la liquidité des Actions pourraient fluctuer significativement ; – Des ventes d'Actions pourraient intervenir sur le marché et pourraient avoir un impact défavorable sur le prix de marché de l'action; – L'Augmentation de Capital Réservée pourrait ne pas être réalisée.
-----	--	---

Section E – Offre	
E.1	Montant total net du produit de l'émission – Estimation des dépenses totales liées à l'Augmentation de Capital Réservée

E.2 (a)	Raisons de l'offre / Utilisation du produit de l'Augmentation de Capital Réservée	<p>L'Augmentation de Capital Réservée constitue la première des trois opérations du Plan de Recapitalisation et de Développement ayant 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.</p> <p>Le produit net de l'Augmentation de Capital Réservée est destiné à permettre à la Société de rembourser l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire, dont le total en principal et intérêts courus s'élève au 1er septembre 2017 à 10,9 M€, à hauteur du produit net estimé (soit 10,6 M€), le solde étant financé par la Société par prélèvement sur sa trésorerie.</p> <p>L'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, constituant la troisième et dernière étape du Plan de Recapitalisation et de Développement, permettra à la Société de lever 3.542.056 euros.</p> <p>Le produit net de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS est destiné à renforcer les fonds propres et la trésorerie de la Société afin de financer l'activité et le développement du Groupe.</p>
E.3	Modalités et conditions de l'offre	<p>Modalités</p> <p>Augmentation de capital en numéraire avec suppression du droit préférentiel de souscription conformément aux dispositions de l'article L.225-138 du Code de commerce.</p> <p>Bénéficiaire</p> <p>Tolomei</p> <p>Prix de souscription des Actions Nouvelles</p> <p>2,50 euros par action (1 euro de valeur nominale et 1,50 euros de prime d'émission).</p> <p>Le prix de souscription de 2,50 euros par action fait ressortir:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ une prime de 30,56% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 30 jours précédent l'annonce du Plan de Recapitalisation et de Développement le 23 juin 2017 (1,9149 euros); ○ une prime de 31,58% par rapport au dernier cours précédent l'annonce du projet de Plan de Recapitalisation et de Développement le 23 juin 2017, soit le 6 juin 2017 (1,90 euros). <p>Au 15 septembre 2017, le dernier cours connu de l'action Le Tanneur est de 2,49 euros (cours en date du 7 septembre 2017).</p> <p>L'Augmentation de Capital Réservée s'inscrit dans le cadre du Plan de Recapitalisation et de Développement d'un montant de 14,3 millions d'euros soutenu par Tolomei.</p> <p>Le cabinet Associés en Finance a été désigné par le conseil d'administration de la Société lors de sa réunion du 4 juillet 2017 en tant qu'expert indépendant chargé de rendre un avis sur le caractère équitable du prix de souscription de l'Augmentation de Capital Réservée et sur le prix de l'Offre Publique d'Achat conformément, respectivement, aux articles 261-3 et 261-1 du Règlement général de l'AMF.</p> <p>La conclusion du rapport de l'expert indépendant concernant le prix de l'Augmentation de Capital Réservée, présentée sous la forme d'une attestation d'équité, est reprise ci-</p>

après:

"Le prix de l'Augmentation de Capital Réservée 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 prise en compte de l'Augmentation de Capital Réservée dans la modélisation, qui réduit fortement l'endettement de la Société et améliore la liquidité du titre, extériorise un effet « relatif » sur la valeur pour l'actionnaire de Le Tanneur. Les termes et conditions de l'Augmentation de Capital Réservée à Tolomei sont donc équitables vis-à-vis des actionnaires de Le Tanneur."

Gouvernance

L'Assemblée Générale Mixte est appelée à statuer sur la nomination des personnes suivantes en qualité d'administrateur:

- M. Eric Dailey, né le 23 mai 1962, de nationalité française, fondateur du groupe Tolomei et dirigeant de plusieurs sociétés dans le domaine des accessoires de mode et de la maroquinerie ;
- M. Faleh Al Nasr, né le 1er novembre 1987, de nationalité qatarienne, *Principal* (Directeur de participations) au sein de l'équipe d'investissement de Qatar Foundation Endowment et administrateur de plusieurs sociétés d'investissements ;
- M. Reza Ali, né le 30 octobre 1982, de nationalité britannique, *Principal* (Directeur de participations) au sein de l'équipe d'investissement de Qatar Foundation Endowment ;
- Mme Laurence Mottet (née Martin), née le 27 novembre 1964, de nationalité française, Directrice Administrative et Financière du Groupe Tolomei ;
- Mme Suzanne Stahlie, née le 12 octobre 1972, de nationalité néerlandaise, directrice générale de Future Brand et Directrice Marketing Groupe du Groupe Tolomei.

La nomination de M. Eric Dailey, Mme Laurence Mottet et Mme Suzanne Stahlie, sur proposition de Tolomei, est conditionnée à la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée. La nomination de M. Faleh Al Nasr et M. Reza Ali, sur proposition de QLG, sera en revanche effective, sous réserve de l'approbation des actionnaires, dès la clôture de l'Assemblée Générale Mixte.

La durée des fonctions des administrateurs est de six années, expirant à l'issue de la réunion de l'assemblée générale annuelle des actionnaires de la Société statuant sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat concerné.

Par ailleurs, Mme Patricia Moulon a présenté sa démission de ses fonctions d'administratrice, sous la condition suspensive de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée et avec effet à la date de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée. MM. Mohamed Dobashi et Hervé Descottes ont également fait part de leur intention de démissionner de leurs fonctions d'administrateur avec effet à la clôture de l'Assemblée Générale Mixte. Enfin, M. Jean Clenet a fait part de son intention de démissionner de ses fonctions de directeur général avec effet à la date de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée. Mme Patricia Moulon et M. Jean Clenet entendent demeurer salariés, respectivement, de Le Tanneur & Cie et de Maroquinerie des Orgues.

Ainsi, à l'issue de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée, le conseil d'administration de la Société aurait la composition suivante:

- M. Eric Dailey;
- M. Faleh Al Nasr;
- M. Reza Ali;
- Mme Laurence Mottet;
- Mme Suzanne Stahlie.

Les proportions d'administrateurs de chaque sexe sont conformes aux dispositions de l'article L. 225-18-1 du Code de commerce.

Il est prévu que le conseil d'administration, nouvellement composé, se réunisse à l'issue de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée pour constater la réalisation de la condition suspensive à la nomination de M. Eric Dailey, Mme Laurence Mottet et Mme Suzanne Stahlie et à la démission de Mme Patricia Moulon, prendre acte de la démission de MM. Mohamed Dobashi et Hervé Descottes et nommer Eric Dailey en qualité de Président directeur général.

Conditions suspensives

L'Augmentation de Capital Réservée et, plus généralement, l'ensemble du Plan de Recapitalisation et de Développement restent soumis à la réalisation des conditions suspensives suivantes à la date de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée : (i) l'adoption par l'Assemblée Générale Mixte des résolutions relatives à l'Augmentation de Capital Réservée, (ii) l'absence de procédure de dissolution ou de procédure relevant du Livre VI du Code de Commerce visant toute société du Groupe, et (iii) l'absence d'événement défavorable significatif affectant les actifs, l'activité ou la condition financière du Groupe (pris dans son ensemble), immédiatement ou à terme, à hauteur d'un montant au moins égal à 2,5 millions d'euros, depuis le 1er août 2017. A la date du Prospectus, la Société n'a pas connaissance de la survenue d'un événement défavorable significatif au sens précité .

Il est néanmoins précisé que QLG, qui détient 92,0% des droits de vote exerçables en assemblée générale, s'est engagé aux termes du Protocole d'Accord à voter en faveur des résolutions relatives à l'Augmentation de Capital Réservée lors de l'Assemblée Générale Mixte.

Calendrier indicatif

23 juin 2017	Diffusion d'un communiqué de presse de la Société annonçant le principe de l'Augmentation de Capital Réservée
2 août 2017	Diffusion d'un communiqué de presse de la Société annonçant la signature du Protocole d'Accord
18 septembre 2017	Visa de l'AMF sur le Prospectus
19 septembre 2017	Diffusion d'un communiqué de presse de la Société décrivant les principales modalités de l'Augmentation de Capital Réservée et les modalités de mise à disposition du Prospectus
27 septembre 2017	Tenue de l'assemblée générale des actionnaires de la Société appelée à se prononcer sur l'Augmentation de Capital Réservée
	Avis Euronext relatif à l'admission des Actions Nouvelles

		aux négociations sur Euronext Paris
	29 septembre 2017	Réception du prix de souscription et règlement-livraison des Actions Nouvelles Diffusion par la Société d'un communiqué de presse annonçant la réalisation de l'Augmentation de Capital réservée
	17 octobre 2017	Décision de conformité de l'AMF concernant l'Offre Publique d'Achat
	18 octobre 2017	Publication de la note d'information de Tolomei concernant l'Offre Publique d'Achat Publication de la note en réponse de la Société concernant l'Offre Publique d'Achat Publication des documents "autres informations" concernant Tolomei et la Société
	19 octobre 2017	Ouverture de l'Offre Publique d'Achat
	1er novembre 2017	Clôture de l'Offre Publique d'Achat
	2 novembre 2017	Publication des résultats finaux de l'Offre Publique d'Achat par l'AMF
	3 novembre 2017	Règlement-livraison de l'Offre Publique d'Achat
	13 novembre 2017	Visa de l'AMF sur le prospectus relatif à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS
	14 novembre 2017	Diffusion d'un communiqué de presse de la Société décrivant les principales modalités de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS et les modalités de mise à disposition du prospectus
	15 novembre 2017	Journée comptable à l'issue de laquelle les porteurs d'actions enregistrées comptablement sur leurs comptes-titres auront droit à se voir attribuer des DPS
	16 novembre 2017	Détachement des DPS et ouverture de la période de négociation des DPS sur Euronext Paris
	17 novembre 2017	Ouverture de la période de souscription de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS
	24 novembre 2017	Clôture de la période de négociation des DPS
	28 novembre 2017	Clôture de la période de souscription de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS
	5 décembre 2017	Diffusion d'un communiqué de presse de la Société annonçant les résultats de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS.

		7 décembre 2017	Règlement-livraison de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS
E.4	Intérêts pouvant influer sensiblement sur l'offre	A la connaissance de la Société, aucune personne physique ou morale n'a d'intérêt pouvant influer sensiblement sur l'Augmentation de Capital Réservée.	
E.5	Personne ou entité offrant de vendre des valeurs mobilières / conventions de blocage	Sans objet.	

E.6 Montant pourcentage de la dilution	<p><i>Incidence théorique de l'émission sur la répartition de l'actionnariat</i></p> <p>À titre indicatif, à l'issue de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée, la répartition du capital et des droits de vote de la Société serait la suivante :</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="text-align: left;"></th><th style="text-align: center;">Nombre d'actions</th><th style="text-align: center;">% capital</th><th style="text-align: center;">Droits de vote exercables en AG</th><th style="text-align: center;">% droits de vote exercables en AG</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Tolomei</td><td style="text-align: center;">4 320 000</td><td style="text-align: center;">50,2</td><td style="text-align: center;">4 320 000</td><td style="text-align: center;">50,2</td></tr> <tr> <td>QLG</td><td style="text-align: center;">3 664 856</td><td style="text-align: center;">42,6</td><td style="text-align: center;">3 664 856</td><td style="text-align: center;">42,6</td></tr> <tr> <td>Diversita SARL</td><td style="text-align: center;">376 845</td><td style="text-align: center;">4,4</td><td style="text-align: center;">376 845</td><td style="text-align: center;">4,4</td></tr> <tr> <td>M. Philippe SPRUCH</td><td style="text-align: center;">46 425</td><td style="text-align: center;">0,5</td><td style="text-align: center;">46 425</td><td style="text-align: center;">0,5</td></tr> <tr> <td>Sous-total Concert Diversita/Spruch</td><td style="text-align: center;">423 270</td><td style="text-align: center;">4,9</td><td style="text-align: center;">423 270</td><td style="text-align: center;">4,9</td></tr> <tr> <td>Public</td><td style="text-align: center;">173 610</td><td style="text-align: center;">2,0</td><td style="text-align: center;">173 610</td><td style="text-align: center;">2,0</td></tr> <tr> <td>Mandataires sociaux et salariés</td><td style="text-align: center;">15 300</td><td style="text-align: center;">0,2</td><td style="text-align: center;">15 300</td><td style="text-align: center;">0,2</td></tr> <tr> <td>Le Tanneur</td><td style="text-align: center;">5 100</td><td style="text-align: center;">0,1</td><td style="text-align: center;">-</td><td style="text-align: center;">-</td></tr> <tr> <td>Total</td><td style="text-align: center;">8 602 136</td><td style="text-align: center;">100,0</td><td style="text-align: center;">8 597 036</td><td style="text-align: center;">100,0</td></tr> </tbody> </table> <p>L'Assemblée Générale Mixte et l'assemblée spéciale des titulaires d'actions à droit de vote double devant se réunir le même jour que l'Assemblée Générale Mixte sont appelées à statuer sur la suppression des droits de vote double prévus par l'article 11.6 des statuts et l'article L. 225-123 du Code de commerce.</p> <p>Un pacte d'actionnaires sera conclu, le jour de la réunion de l'Assemblée Générale Mixte, entre QLG et Tolomei et entrera en vigueur à la date de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée. En tout état de cause, QLG et Tolomei n'agiront pas de concert vis-à-vis de la Société.</p> <p><i>Incidence théorique de l'émission sur la quote-part des capitaux propres</i></p> <p>À titre indicatif, l'incidence de l'émission des Actions Nouvelles sur la quote-part des capitaux propres consolidés part du Groupe (<i>calculs effectués sur la base des capitaux propres consolidés part du Groupe au 30 juin 2017 tels qu'ils ressortent des comptes consolidés de la Société au 30 juin 2017 et du nombre d'actions composant le capital social de la Société à la date du Prospectus, après déduction des actions auto-détenues</i>), serait la suivante :</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="text-align: left;"></th><th style="text-align: center;">Quote-part des capitaux propres, avant affectation, par action ordinaire (en euros)</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Avant émission des Actions Nouvelles</td><td style="text-align: center;">0,79</td></tr> <tr> <td>Après émission des 4.320.000 Actions Nouvelles de l'Augmentation de Capital</td><td style="text-align: center;">1,65</td></tr> </tbody> </table>		Nombre d'actions	% capital	Droits de vote exercables en AG	% droits de vote exercables en AG	Tolomei	4 320 000	50,2	4 320 000	50,2	QLG	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	Sous-total Concert Diversita/Spruch	423 270	4,9	423 270	4,9	Public	173 610	2,0	173 610	2,0	Mandataires sociaux et salariés	15 300	0,2	15 300	0,2	Le Tanneur	5 100	0,1	-	-	Total	8 602 136	100,0	8 597 036	100,0		Quote-part des capitaux propres, avant affectation, par action ordinaire (en euros)	Avant émission des Actions Nouvelles	0,79	Après émission des 4.320.000 Actions Nouvelles de l'Augmentation de Capital	1,65
	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote exercables en AG	% droits de vote exercables en AG																																																					
Tolomei	4 320 000	50,2	4 320 000	50,2																																																					
QLG	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																																																					
Sous-total Concert Diversita/Spruch	423 270	4,9	423 270	4,9																																																					
Public	173 610	2,0	173 610	2,0																																																					
Mandataires sociaux et salariés	15 300	0,2	15 300	0,2																																																					
Le Tanneur	5 100	0,1	-	-																																																					
Total	8 602 136	100,0	8 597 036	100,0																																																					
	Quote-part des capitaux propres, avant affectation, par action ordinaire (en euros)																																																								
Avant émission des Actions Nouvelles	0,79																																																								
Après émission des 4.320.000 Actions Nouvelles de l'Augmentation de Capital	1,65																																																								

	Réservée	
	Après émission des 3.542.056 ² actions nouvelles de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS	1,46
<i>Il est précisé qu'il n'existe aucun instrument dilutif en circulation.</i>		
Incidence de l'émission sur la situation de l'actionnaire		
À titre indicatif, l'incidence théorique de l'émission des Actions Nouvelles sur la participation dans le capital d'un actionnaire détenant 1 % du capital social de la Société préalablement à l'émission des Actions Nouvelles (<i>calculs effectués sur la base du nombre d'actions composant le capital social de la Société au 31 juillet 2017</i>) serait la suivante :		
	Participation d l'actionnaire (en %)	
	Absence de souscription à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS	Souscription à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS à hauteur des DPS détenus
Avant émission des Actions Nouvelles	1,00%	
Après émission des 4.320.000 Actions Nouvelles de l'Augmentation de Capital Réservée	0,50%	
Après émission des 3.542.056 ² actions nouvelles de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS	0,35%	0,50%

Il est précisé qu'il n'existe aucun instrument dilutif en circulation.

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.

E.7	Estimation des dépenses facturées à l'investisseur par l'émetteur	Sans objet.
-----	--	-------------

1. PERSONNES RESPONSABLES

1.1 Responsable du Prospectus

Monsieur Jean CLENET, Directeur Général de la Société.

1.2 Attestation du responsable du Prospectus

« J'atteste, après avoir pris toute mesure raisonnable à cet effet, que les informations contenues dans le Prospectus sont, à ma connaissance, conformes à la réalité et ne comportent pas d'omissions de nature à en altérer la portée.

J'ai obtenu des contrôleurs légaux des comptes une lettre de fin de travaux, dans laquelle ils indiquent avoir procédé à la vérification des informations portant sur la situation financière et les comptes données dans le Prospectus ainsi qu'à la lecture d'ensemble du Prospectus. »

Le 18 septembre 2017
Monsieur Jean CLENET
Directeur Général

1.3 Responsable de l'information financière et des relations investisseurs

Patricia Moulon, Directeur Financier

Tél : + 33 4 79 81 60 60
p.moulon@letanneuretcie.com

2. FACTEURS DE RISQUE

Les facteurs de risque relatifs à la Société et à son activité sont décrits dans le Document de Référence au chapitre intitulé « Analyse des risques du Groupe ».

L'attention des investisseurs est attirée sur le fait que la liste des risques figurant dans le Document de Référence n'est pas exhaustive et que d'autres risques non encore actuellement identifiés ou considérés comme non significatifs par la Société à la date du visa sur le Prospectus peuvent exister.

En complément de ces facteurs de risque, les investisseurs sont invités, avant de prendre leur décision d'investissement, à se référer aux facteurs de risque suivants inhérents à l'augmentation de capital envisagée.

2.1 Les actionnaires de la Société subiront une dilution du fait de l'émission des Actions Nouvelles

En cas de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée, un nombre total de 4.320.000 Actions Nouvelles de la Société seront émises au bénéfice de Tolomei, lequel détiendra 50,2% du capital de la Société à l'issue de l'Augmentation de Capital Réservée.

Sur la base du capital de la Société au 31 juillet 2017, un actionnaire possédant 1% du capital social avant l'Augmentation de Capital Réservée serait dilué à 0,50% du capital social après réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée.

L'Augmentation de Capital Réservée s'accompagnerait de la suppression des droits de vote double. La composition de l'actionnariat de la Société après la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée et la suppression des droits de vote double figure à la Section 9 du Prospectus.

2.2 Les actionnaires de la Société subiront une dilution supplémentaire s'ils n'exercent pas leurs droits préférentiels de souscription dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS

Les actionnaires de la Société qui n'exercent pas leurs droits préférentiels de souscription dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS subiront une dilution venant en sus de la dilution résultant de l'Augmentation de Capital Réservée. Les actionnaires de la Société, y compris Tolomei, auront la possibilité de souscrire à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS pour ne pas voir leur participation diluée au résultat de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS. Toutefois, la souscription à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS ne devrait pas permettre de compenser la dilution résultant de l'Augmentation de Capital Réservée.

Enfin, si un actionnaire choisissait de vendre ses droits préférentiels de souscription, le produit de cette vente pourrait être insuffisant pour compenser la dilution résultant de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS.

2.3 Le prix de marché des actions de la Société pourrait fluctuer et baisser en dessous du prix d'émission des Actions Nouvelles ou des actions émises dans le cadre de l'Augmentation avec Maintien du DPS

Les actions de la Société pourraient être négociées à des prix inférieurs au prix d'émission des Actions Nouvelles. Aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que le prix de marché des actions de la Société ne baissera pas en dessous du prix d'émission des Actions Nouvelles. Aucune assurance ne peut être donnée sur le fait que, postérieurement à la réalisation de l'Augmentation de Capital

Réservée, les investisseurs pourront vendre leurs actions de la Société à un prix supérieur au prix de souscription des actions émises sur exercice des droits préférentiels de souscription dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS.

2.4 La volatilité et la liquidité des actions de la Société pourrait fluctuer significativement

La liquidité du marché de l'action de la Société pourrait être réduite à l'issue de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée car les participations de Tolomei et QLG s'élèveront, respectivement, à 50,2% et 42,6%, soit un flottant ramené à 7,1% du capital (hors actions autodétenues).

Par ailleurs, les marchés boursiers ont connu ces dernières années d'importantes fluctuations qui ont souvent été sans rapport avec les résultats des sociétés dont les actions sont négociées. Les fluctuations de marché et la conjoncture économique pourraient accroître la volatilité des actions de la Société. Le prix de marché des actions de la Société pourrait fluctuer significativement, en réaction à différents facteurs et événements, parmi lesquels peuvent figurer les facteurs de risque décrits dans le Document de Référence (en ce compris l'Actualisation du Document de Référence) faisant partie du Prospectus, ainsi que la liquidité du marché des actions de la Société.

2.5 Des ventes d'actions de la Société pourraient intervenir sur le marché et pourraient avoir un impact défavorable sur le prix de marché de l'action

En l'absence d'engagement de conservation de leurs actions Le Tanneur de la part de Tolomei ou QLG, la vente d'actions de la Société, ou l'anticipation que de telles ventes pourraient intervenir, pourrait avoir un impact défavorable sur le prix de marché des actions de la Société. La Société ne peut prévoir les éventuels effets sur le prix de marché des actions des ventes d'actions.

2.6 L'Augmentation de Capital Réservée pourrait ne pas être réalisée

L'engagement de Tolomei de souscrire la totalité des Actions Nouvelles émises dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservée et d'en libérer le prix de souscription est conditionné à la réalisation des conditions suspensives visées au paragraphe 5.1.4 de la Note d'Opération.

Dans l'hypothèse où l'une ou l'autre des conditions suspensives précitées ne serait pas satisfaite, le Plan de Recapitalisation et de Développement et, plus généralement, l'ensemble des opérations visées dans le Protocole d'Accord (en ce compris l'Augmentation de Capital Réservée, l'Offre Publique d'Achat et l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS) ne pourraient pas être réalisées et la Société ne percevrait aucun fonds à ce titre.

3. INFORMATIONS DE BASE

3.1 Déclaration sur le fonds de roulement net

La Société bénéficie d'un engagement de soutien financier de QLG, son actionnaire principal. En vertu de ce soutien, QLG s'est engagée 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. Ce soutien inclut notamment la prorogation, si nécessaire, de l'échéance de remboursement de l'avance en compte courant jusqu'à cette date, étant précisé que cette avance en compte courant s'élève à 10,9 millions d'euros intérêts courus inclus à la date du Prospectus. Cet engagement de soutien financier est cependant conditionné à l'absence de changement de contrôle de la Société.

Compte tenu des différentes étapes du Plan de Recapitalisation et de Développement et du changement de contrôle anticipé, le soutien financier de QLG devrait être levé le 29 septembre 2017, date prévue de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée.

Dans ce contexte, la Société ne dispose pas à la date du présent Prospectus d'un fonds de roulement net suffisant pour faire face à ses besoins de trésorerie sur les douze prochains mois, et en particulier pour rembourser les avances en compte courant de QLG 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.

L'exploitation sur les douze prochains mois soit jusqu'à mi-septembre 2018 génère un besoin de trésorerie de 0,6 millions d'euros.

Par conséquent, la Société estime son insuffisance de fonds de roulement sur les douze prochains mois à hauteur d'environ 11,5 millions d'euros.

Afin de remédier à cette situation, la Société a engagé le Plan de Recapitalisation et de Développement d'un montant de 14,3 millions d'euros soutenu par Tolomei. Ce projet prévoit les trois opérations suivantes :

- une augmentation de capital en numéraire de 10.800.000 euros au prix de 2,50 euros par action réservée à Tolomei, objet du Prospectus, à l'issue de laquelle Tolomei deviendrait l'actionnaire majoritaire de la Société (l'Augmentation de Capital Réservée), dont la réalisation est prévue le 29 septembre 2017 ;
- à la suite de l'Augmentation de Capital Réservée, et dans le prolongement du franchissement des seuils de 30% et 50% en actions et droits de vote, une offre publique d'achat simplifiée de Tolomei sur les actions de la Société non encore détenues par Tolomei au prix de 2,50 euros par action (l'Offre Publique d'Achat), étant précisé que (i) QLG s'est engagé à ne pas apporter ses actions à l'Offre Publique d'Achat, et que (ii) Tolomei n'a pas l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre Publique d'Achat ; et
- à la suite du règlement-livraison de l'Offre Publique d'Achat, une augmentation de capital en numéraire de la Société de 3.542.056 euros, avec maintien du droit préférentiel de souscription, au prix de 1 euro par action (l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS) dont la réalisation est prévue courant décembre 2017, 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).

Le Plan de Recapitalisation et de Développement vise à améliorer significativement les perspectives de la Société, en particulier en lui permettant (i) de rembourser en totalité l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire de QLG d'un montant de 10,9 millions d'euros intérêts courus inclus à la date du Prospectus, (ii) de disposer des moyens de poursuivre son développement, et (iii) de s'adjointre l'expertise et l'expérience reconnues du Groupe Tolomei dans la fabrication et la distribution d'articles de maroquinerie de luxe.

Dans l'hypothèse où le plan de Recapitalisation et de Développement ne se réaliserait pas, la Société entend poursuivre sa recherche d'investisseurs pour renforcer sa structure financière.

3.2 Capitaux propres et endettement

Conformément aux recommandations de l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) de mars 2013 (ESMA/2013/319 – paragraphe 127), la situation des capitaux propres consolidés et de l'endettement financier net consolidé du Groupe au 30 juin 2017 est telle que détaillée ci-après :

<i>(en milliers d'euros) (normes IFRS)</i>	<i>30 juin 2017 (données non auditées)</i>
Capitaux propres et endettement financier	
Dette financière courante	17 647
Cautionnée	-
Garantie ¹	7 627
Non garantie et non cautionnée ²	10 021
Dette financière non courante	1 214
Cautionnée	-
Garantie ³	957
Non garantie et non cautionnée	257
Capitaux propres part du Groupe⁴	5 489
Capital	4 282
Réserve légale	329
Autres réserves	878
Total	5 489

<i>(en milliers d'euros) (normes IFRS)</i>	<i>30 juin 2017 (données non auditées)</i>
Endettement financier net	
A – Trésorerie et trésorerie bloquée	1 688
B – Équivalents de trésorerie	-
C – Titres de placement	-
D – Liquidités (A+B+C)	1 688
E – Créances financières à court terme	-
F – Dettes bancaires à court terme ⁵	2 284
G – Part à moins d'un an des dettes à moyen et long termes	262
H – Autres dettes financières à court terme ⁶	15 101
I – Dettes financières courante à court terme (F+G+H)	17 647
J – Endettement financier net à court terme (I-)	15 959

E-D)	
K – Emprunts bancaires à plus d'un an	-
L – Obligations émises	-
M- Autres dettes financières à plus d'un an ⁷	1 213
N- Endettement financier net à moyen et long termes (K+L+M)	1 213
O – Endettement financier (J+N)	17 172

¹ La dette financière courante garantie se compose des créances clients affacturées (5.912 K€) diminuées de la réserve d'affacturage disponible (699 K€), du préfinancement du CICE par la Banque Publique d'Investissement (2.239 K€) et de l'engagement en crédit-bail à moins d'un an (175 K€).

² La dette financière courante non garantie et non cautionnée se compose de l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire de QLG (9.888 K€), de l'engagement relatif à un contrat de développement participatif avec la Banque Publique d'Investissement (75 K€), de concours bancaires courants (43 K€) et d'autres dettes financières à moins d'un an (15 K€).

³ La dette financière non courante garantie se compose de l'engagement en crédit-bail à plus d'un an.

⁴ Les capitaux propres n'incluent pas le résultat au 30 juin 2017.

⁵ Les dettes bancaires à court terme se composent principalement du préfinancement du CICE par la Banque Publique d'Investissement (2.239 K€) et de concours bancaires courants (43 K€).

⁶ Les autres dettes financières à court terme se composent de l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire de QLG (9.888 K€) et des créances clients affacturées (5.912 K€) diminuées de la réserve d'affacturage disponible (699 K€).

⁷ Les autres dettes financières à plus d'un an se composent de l'engagement en crédit-bail à plus d'un an (957 K€), d'un engagement assurance prospection vis-à-vis de la COFACE (224 K€) et d'autres dettes financières (32 K€).

Le Tanneur a obtenu début août 2017 une nouvelle avance en compte courant d'un montant de 1.000.000 euros de la part de QLG, portant le total de l'Avance en Compte Courant à 10,9 millions euros intérêts courus inclus à la date du Prospectus.

3.3 Intérêts des personnes physiques et morales participant à l'émission

A la connaissance de la Société, aucune personne physique ou morale n'a d'intérêt pouvant influer sensiblement sur l'Augmentation de Capital Réservée.

3.4 Raisons et utilisation du produit du Plan de Recapitalisation et de Développement

Depuis plusieurs années, la Société 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 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 dont le montant s'élève au 1er septembre 2017 à 10,9 M€ (en ce compris les intérêts courus).

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.

Les discussions entre les parties ont abouti à la signature le 1er août 2017 du Protocole d'Accord prévoyant la mise en œuvre d'un Plan de Recapitalisation et de Développement d'un montant d'au moins 13,3 millions d'euros en trois étapes telles que détaillées au paragraphe 3.5 ci-dessous. A la suite de l'exercice par QLG de l'option dont elle 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'euro, le montant du Plan de Recapitalisation et de Développement a été porté à 14,3 millions d'euros.

Le produit net de l'Augmentation de Capital Réservée est destiné à rembourser l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire, dont le total en principal et intérêts courus s'élève au 1^{er} septembre 2017 à 10,9 M€, à hauteur du produit net estimé (soit 10,6 M€), le solde (soit environ 0,3 M€) étant financé par la Société par prélèvement sur sa trésorerie.

L'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, constituant la troisième et dernière étape du Plan de Recapitalisation et de Développement, permettra à la Société de lever 3.542.056 euros.

Le produit net de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS est destiné à renforcer les fonds propres et la trésorerie de la Société afin de financer l'activité et le développement du Groupe.

Le produit net de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS est destiné à renforcer les fonds propres et la trésorerie de la Société afin de financer l'activité et le développement du Groupe.

3.5 Modalités du Plan de Recapitalisation et de Développement

Le Plan de Recapitalisation et de Développement s'articule en trois opérations: (i) l'Augmentation de Capital Réservée, (ii) l'Offre Publique d'Achat, et (iii) l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS.

3.5.1 L'Augmentation de Capital Réservée

Le montant envisagé de l'Augmentation de Capital Réservée est de 10.800.000 euros, correspondant à un montant nominal total de 4.320.000 euros et une prime d'émission de 6.480.000 euros. Elle serait réalisée par l'émission de 4.320.000 Actions Nouvelles émises au prix unitaire de 2,50 euros par action. Le droit préférentiel de souscription des actionnaires serait supprimé au bénéfice de Tolomei.

Aux termes du Protocole d'Accord, Tolomei s'est engagé à souscrire l'intégralité de l'Augmentation de Capital Réservée en numéraire, sous réserve de la réalisation des conditions suspensives visées au paragraphe 5.1.4. de la Note d'Opération.

L'Augmentation de Capital Réservée est soumise à l'approbation de l'Assemblée Générale Mixte.

A l'issue de l'Augmentation de Capital Réservée, Tolomei détiendrait 50,2% du capital et des droits de la Société. Un tableau détaillant la répartition de l'actionnariat et des droits de vote à l'issue de l'Augmentation de Capital Réservée figure au paragraphe 9.3.2. de la Note d'Opération.

3.5.2 L'Offre Publique d'Achat

Aux termes du Protocole d'Accord, Tolomei s'est engagé, sous réserve des conditions suspensives visées au paragraphe 5.1.4 de la Note d'Opération et de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée, à déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel

il proposera de manière irrévocabile aux actionnaires de la Société, d'acquérir la totalité de leur actions au prix de 2,50 euros par action Le Tanneur.

L'Offre Publique d'Achat serait déposée en application des articles 233-1 2° et 234-2 du Règlement général de l'AMF à la suite du franchissement par Tolomei des seuils de 30% et 50% du capital et des droits de vote résultant de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée.

L'AMF devrait, selon le calendrier indicatif (figurant au paragraphe 5.1.3 de la Note d'Opération), publier les principaux termes de l'Offre Publique d'Achat le 3 octobre 2017, après avoir reçu le dépôt des projets de note d'information et de note d'information en réponse. L'AMF devrait, selon le calendrier indicatif, apposer son visa sur la note d'information et la note en réponse le 17 octobre 2017 et l'Offre Publique d'Achat devrait, selon le calendrier indicatif, être ouverte à compter du 19 octobre 2017. L'Offre Publique d'Achat serait présentée par Natixis.

Aux termes du Protocole d'Accord, QLG s'est engagé à ne pas apporter les actions de la Société qu'elle détient à l'Offre Publique d'Achat et Tolomei a indiqué n'avoir pas l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre Publique d'Achat.

3.5.3 L'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS

Le montant envisagé de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS est de 3.542.056³ euros, correspondant à un montant nominal total de 3.542.056 euros. L'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS serait réalisée par l'émission de 3.542.056 Actions Nouvelles émises au pair i.e. au prix unitaire de 1 euro par action.

Le droit préférentiel de souscription des actionnaires serait maintenu, de telle sorte que les actionnaires justifiant d'une inscription en compte de leurs actions le deuxième jour de bourse précédant la date d'ouverture de la période de souscription bénéficient d'un droit préférentiel de souscription détachable leur permettant de souscrire à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS. Les titulaires de droits préférentiels de souscription pourraient souscrire à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS à titre irréductible et, le cas échéant, réductible.

L'Assemblée Générale Mixte est appelée à déléguer sa compétence au conseil d'administration de la Société à l'effet de décider la réalisation de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS. Il est prévu que l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS soit réalisée avant la fin de l'année 2017 selon le calendrier indicatif figurant au paragraphe 5.1.3 de la Note d'Opération, étant précisé que la Société et Tolomei se sont engagés à ce que l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS soit décidée par le conseil d'administration de la Société au plus tard dans un délai de trois mois à l'issue du règlement-livraison de l'Offre Publique d'Achat.

Aux termes du Protocole d'Accord, les engagements ci-après ont été pris s'agissant de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS:

- QLG s'est engagé à exercer ses droits préférentiels de souscription à titre irréductible à hauteur de 1.000.000 actions nouvelles, soit un prix de souscription de 1.000.000 euros, et à renoncer au solde de ses droits préférentiels de souscription;
- Tolomei s'est engagé à (i) exercer la totalité de ses droits préférentiels de souscription à titre irréductible, et à (ii) souscrire à titre réductible à l'intégralité des actions qui n'auraient pas été souscrites à titre irréductible (à l'exception des 1 million d'actions que QLG s'est engagé à souscrire à titre irréductible) de telle sorte que l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS soit souscrite à 100%.

³ 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.

Un tableau détaillant la répartition de l'actionnariat et des droits de vote à l'issue de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS figure au paragraphe 9.3.3. de la Note d'Opération.

3.6 Conséquences financières du Plan de Recapitalisation et de Développement

3.6.1 Impact sur les capitaux propres consolidés

L'Augmentation de Capital Réservée et l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS permettront de porter les capitaux propres consolidés de la Société de 3.367 milliers d'euros au 30 juin 2017 à 17.709 milliers d'euros à l'issue des deux opérations.

3.6.2 Impact sur l'endettement financier net consolidé

L'endettement financier net consolidé de la Société sera ramené de 17.172 milliers d'euros, au 30 juin 2017, à 2.830 milliers d'euros à l'issue de l'Augmentation de Capital Réservée et l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS sur la base d'un produit brut cumulé de l'Augmentation de Capital Réservée et de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS d'un montant de 14.342 milliers d'euros et d'un remboursement de la totalité de l'Avance en Compte Courant d'Actionnaire, dont le total en principal et intérêts courus s'élève au 1er septembre 2017 à 10.911 milliers d'euros, à la date de règlement-livraison de l'Augmentation de Capital Réservée.

Le Tanneur a obtenu début août 2017 une nouvelle avance en compte courant d'un montant de 1.000.000 euros de la part de QLG, portant le total de l'Avance en Compte Courant à 10,9 millions d'euros intérêts courus inclus à la date du Prospectus.

3.7 Conséquences du Plan de Recapitalisation et de Développement sur le contrôle et la gouvernance de la Société

3.7.1 Présentation de Tolomei et du Groupe Tolomei

Tolomei a été constituée en 2004 par TOLOMEI PARTENAIRE et Monsieur Eric Dailey, son actionnaire. A la date des présentes, son capital social, composé de 2.805 actions d'une valeur nominale de 100€ chacune, est détenu à hauteur de 368 actions (environ 13,1%) par Monsieur Eric Dailey, à hauteur de 1 action (environ 0,036%) par Monsieur Philippe Dailey et à hauteur de 2.436 actions (environ 86,8%) par TOLOMEI PARTENAIRE, société de droit luxembourgeois elle-même détenue à 100% par Monsieur Eric Dailey.

Le Groupe Tolomei est un des leaders dans les accessoires de mode et la maroquinerie. Fabricant français pour diverses marques (françaises et étrangères) et reconnu pour l'excellence de ses process et de ses productions, le Groupe Tolomei a également développé une expertise dans la gestion de marques : en créant et gérant (jusqu'à la fin 2016) avec succès Cemalac, joint-venture licenciée mondiale de LACOSTE pour ses activités de maroquinerie (valises, sacs, portefeuilles et ceintures), ainsi qu'à travers ses marques propres Renaud Pellegrino et PK-214.

Tolomei a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 60.025.035 euros au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2016 et de 53.139.437 euros au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2015. Le résultat d'ensemble consolidé de Tolomei s'élevait à 2.803.547 euros pour l'exercice 2016 et à 3.705.122 euros pour l'exercice 2015. Le total du bilan de Tolomei s'élevait à 32.326.811 euros au 31 décembre 2016 et à 28.990.101 euros au 31 décembre 2015.

Les deux principales activités de Le Tanneur, à savoir la production pour les tiers et l'activité marque propre, ont connu une réelle dégradation ces dernières années. A la suite de sa prise de participation majoritaire, Tolomei a pour objectif de redresser le niveau d'activité de Le Tanneur en France et de développer l'activité marque propre à l'international grâce au regain récent d'attractivité des produits de maroquinerie d'origine française. L'expérience du Groupe Tolomei dans ces activités de production

et de marque propre, ainsi que son expérience dans le redressement de sociétés en difficultés sont autant d'atouts qui devraient permettre d'atteindre les objectifs précités. Tolomei compte notamment entreprendre un réel travail de repositionnement de l'offre produit de la marque Le Tanneur. L'expérience de Tolomei, reconnue dans le secteur de la maroquinerie de luxe, devrait également permettre à Le Tanneur de développer sa clientèle.

3.7.2 Le contrôle et la gouvernance de la Société à l'issue de l'Augmentation de Capital Réservée

A la date du Prospectus, la Société est contrôlée, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, par QLG, elle-même contrôlée au plus haut niveau par Qatar Foundation for Education, Science and Community Developpement. Après la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée à Tolomei et la suppression des droits de vote double précitée, la Société sera contrôlée par Tolomei qui détiendra 50,2% du capital et des droits de vote de la Société.

L'Assemblée Générale Mixte est appelée à statuer sur la nomination des personnes suivantes en qualité d'administrateur:

- M. Eric Dailey, né le 23 mai 1962, de nationalité française, fondateur du groupe Tolomei et dirigeant de plusieurs sociétés dans le domaine des accessoires de mode et de la maroquinerie;
- M. Faleh Al Nasr, né le 1er novembre 1987, de nationalité qatarienne, *Principal* (Directeur de participations) au sein de l'équipe d'investissement de Qatar Foundation Endowment et administrateur de plusieurs sociétés d'investissements ;
- M. Reza Ali, né le 30 octobre 1982, de nationalité britannique, *Principal* (Directeur de participations) au sein de l'équipe d'investissement de Qatar Foundation Endowment ;
- Mme Laurence Mottet (née Martin), née le 27 novembre 1964, de nationalité française, Directrice Administrative et Financière du Groupe Tolomei ;
- Mme Suzanne Stahlie, née le 12 octobre 1972, de nationalité néerlandaise, directrice générale de Future Brand et Directrice Marketing Groupe du Groupe Tolomei.

La nomination de M. Eric Dailey, Mme Laurence Mottet et Mme Suzanne Stahlie, sur proposition de Tolomei, est conditionnée à la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée. La nomination de M. Faleh Al Nasr et M. Reza Ali, sur proposition de QLG, sera en revanche effective, sous réserve de l'approbation des actionnaires, dès la clôture de l'Assemblée Générale Mixte.

La durée des fonctions des administrateurs est de six années, expirant à l'issue de la réunion de l'assemblée générale annuelle des actionnaires de la Société statuant sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat concerné.

Par ailleurs, Mme Patricia Moulon a présenté sa démission de ses fonctions d'administratrice, sous la condition suspensive de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée et avec effet à la date de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée. MM. Mohamed Dobashi et Hervé Descottes ont également fait part de leur intention de démissionner de leurs fonctions d'administrateur avec effet à la clôture de l'Assemblée Générale Mixte. Enfin, M. Jean Clenet a fait part de son intention de démissionner de ses fonctions de directeur général avec effet à la date de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée. Mme Patricia Moulon et M. Jean Clenet entendent demeurer salariés, respectivement, de Le Tanneur & Cie et de Maroquinerie des Orgues.

Ainsi, à l'issue de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée, le conseil d'administration de la Société aurait la composition suivante:

- M. Eric Dailey;
- M. Faleh Al Nasr;
- M. Reza Ali;
- Mme Laurence Mottet;
- Mme Suzanne Stahlie.

Les proportions d'administrateurs de chaque sexe sont conformes aux dispositions de l'article L. 225-18-1 du Code de commerce.

Il est prévu que le conseil d'administration, nouvellement composé, se réunisse à l'issue de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée pour constater la réalisation de la condition suspensive à la nomination de M. Eric Dailey, Mme Laurence Mottet et Mme Suzanne Stahlie et à la démission de Mme Patricia Moulon, prendre acte de la démission de MM. Mohamed Dobashi et Hervé Descottes et nommer Eric Dailey en qualité de Président directeur général.

4. INFORMATION SUR LES VALEURS MOBILIERES DEVANT ETRE OFFERTEES ET ADMISES A LA NEGOCIATION SUR EURONEXT PARIS

4.1 Nature, catégorie et jouissance des valeurs mobilières offertes et admises à la négociation

Les Actions Nouvelles émises sont des actions ordinaires de même catégorie et entièrement assimilées aux actions existantes de la Société. Elles porteront jouissance courante et donneront droit, à compter de leur émission, à toutes les distributions décidées par la Société à compter de cette date.

Les Actions Nouvelles seront admises aux négociations sur Euronext à Paris à compter du 29 septembre 2017. Elles seront toutes immédiatement assimilées aux actions existantes de la Société, déjà négociées sur Euronext Paris et négociables, à compter de cette date, sur la même ligne de cotation que ces actions sous le même code ISIN FR0000075673.

4.2 Droit applicable et tribunaux compétents

Les Actions Nouvelles sont émises dans le cadre de la législation française et les tribunaux compétents en cas de litige sont ceux du siège social de la Société lorsque la Société est défenderesse et sont désignés en fonction de la nature des litiges, sauf disposition contraire du Code de procédure civile et/ou du Code de commerce.

4.3 Forme et mode d'inscription en compte des actions

Les Actions Nouvelles pourront revêtir la forme nominative ou au porteur, au choix du souscripteur, et sous réserve des dispositions impératives de la loi.

Conformément aux dispositions de l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier, les Actions Nouvelles, quelle que soit leur forme, seront dématérialisées et seront obligatoirement inscrites en compte-titres tenu, selon le cas, par la Société ou un intermédiaire habilité.

En conséquence, les droits du titulaire seront représentés par une inscription sur un compte-titres ouvert à son nom dans les livres :

- de CIC, 6 avenue de Provence, 75452 Paris Cedex 09, mandaté par la Société, pour les actions conservées sous la forme nominative pure ;
- d'un intermédiaire habilité de son choix et de CIC, 6 avenue de Provence, 75452 Paris Cedex 09, mandaté par la Société, pour les actions conservées sous la forme nominative administrée ;
- d'un intermédiaire habilité de son choix pour les actions conservées sous la forme au porteur.

Conformément aux dispositions des articles L. 211-15 et L. 211-17 du Code monétaire et financier, les actions se transmettent par virement de compte à compte et le transfert de propriété des Actions Nouvelles résultera de leur inscription au compte-titres du souscripteur.

Les Actions Nouvelles feront l'objet d'une demande d'admission aux opérations d'Euroclear France qui assurera la compensation des actions entre teneurs de compte-conservateurs.

Selon le calendrier indicatif, il est prévu que les Actions Nouvelles émises à l'occasion de l'Augmentation de Capital Réservée soient inscrites en compte-titres et négociables à compter du 29 septembre 2017.

4.4 Devise d'émission

L'émission des Actions Nouvelles est réalisée en euro.

4.5 Droits attachés aux Actions Nouvelles

Les Actions Nouvelles seront, dès leur création, soumises à toutes les stipulations des statuts de la Société. En l'état actuel de la législation française et des statuts de la Société en vigueur, les principaux droits attachés aux Actions Nouvelles sont décrits ci-après.

4.5.1 Droit à dividende

Les Actions Nouvelles émises donneront droit aux dividendes dans les conditions décrites au paragraphe 4.1 ci-dessus.

L'assemblée générale, statuant sur les comptes de l'exercice, peut accorder un dividende à l'ensemble des actionnaires (article L. 232-12 du Code de commerce).

L'assemblée générale peut proposer à tous les actionnaires, pour tout ou partie du dividende ou des acomptes sur dividende mis en distribution, une option entre le paiement du dividende ou des acomptes sur dividende, soit en numéraire, soit en actions émises par la Société (articles L. 232-18 et suivants du Code de commerce).

La mise en paiement des dividendes doit avoir lieu dans un délai maximal de neuf mois après la clôture de l'exercice. La prolongation de ce délai peut être accordée par décision de justice (article L. 232-13 du Code de commerce).

Toutes actions contre la Société en vue du paiement des dividendes dus au titre des actions seront prescrites à l'issue d'un délai de cinq ans à compter de leur date d'exigibilité. Par ailleurs, les dividendes seront également prescrits au profit de l'Etat à l'issue d'un délai de cinq ans à compter de leur date d'exigibilité.

Les dividendes versés à des non-résidents sont en principe soumis à une retenue à la source (voir paragraphe 4.11 ci-après).

4.5.2 Droit de vote

Le droit de vote attaché aux actions est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent. Chaque action donne droit à une voix (article L. 225-122 du Code de commerce), sous réserve des dispositions ci-après.

Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire (article L. 225-123 du Code de commerce et article 11.6 des statuts de la Société).

Il est toutefois proposé à l'Assemblée Générale Mixte, ainsi qu'à l'assemblée spéciale des porteurs d'actions à droit de vote double devant se réunir le même jour que l'Assemblée Générale Mixte, de supprimer le droit de vote double, sous la condition suspensive de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée, par l'inscription dans les statuts d'une mention expresse relative à l'absence de droits de vote double conformément à la faculté offerte par l'alinéa 3 de l'article L. 225-123 du Code de

commerce. En cas de réalisation définitive de l'Augmentation de Capital Réservée, chaque action de la Société, y compris chaque Action Nouvelle, donnera donc droit à une voix.

Outre les dispositions légales et réglementaires applicables aux franchissements de seuils légaux, les Actions Nouvelles seront soumises à toutes les stipulations des statuts de la Société relatives aux franchissements de seuils. Conformément à l'article 11 des statuts de la Société, les dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce s'appliquent à tout actionnaire qui vient à posséder un nombre d'actions représentant 5% du capital social ou des droits de vote de la Société ou un multiple de 5% du capital social ou des droits de vote de la Société.

Toutes les déclarations de franchissement de seuil doivent être effectuées par lettre recommandée avec accusé de réception adressée au siège social de la Société. Le non-respect de cette obligation statutaire est sanctionné par la privation des droits de vote des actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée, et ce, pendant un délai de deux ans suivant la date de la déclaration régularisant la situation.

4.5.3 Droit préférentiel de souscription de titres de même catégorie

Les Actions Nouvelles bénéficieront, à compter de leur émission, conformément aux lois et règlements applicables, d'un droit préférentiel de souscription lors de toute décision d'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société.

Conformément aux lois et règlements français, toute augmentation de capital en numéraire ouvre aux actionnaires, proportionnellement à la quotité du capital que représentent les actions qu'ils détiennent, un droit de préférence à la souscription d'actions nouvelles.

Pendant la durée de la souscription, ce droit est négociable lorsqu'il est détaché d'actions elles-mêmes négociables. Dans le cas contraire, il est cessible dans les mêmes conditions que l'action elle-même.

Les actionnaires peuvent renoncer à titre individuel à leur droit préférentiel.

L'assemblée générale des actionnaires qui décide ou autorise une augmentation de capital peut supprimer le droit préférentiel de souscription pour la totalité de l'augmentation de capital ou pour une ou plusieurs tranches de cette augmentation. L'assemblée générale des actionnaires peut prévoir ou non un délai de priorité de souscription des actionnaires (article L. 225-135 du Code de commerce).

Lorsque l'émission est réalisée par offre au public sans droit préférentiel de souscription ou par une offre visée au II de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier, le prix d'émission doit être fixé dans le respect de l'article L. 225-136 du Code de commerce.

En outre, l'assemblée générale des actionnaires qui décide une augmentation de capital peut réservé l'augmentation de capital à une ou plusieurs personnes nommément désignées ou à des catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminée (article L. 225-138 du Code de commerce). A cette fin, elle peut supprimer le droit préférentiel de souscription.

Lorsque l'assemblée générale des actionnaires supprime le droit préférentiel de souscription en faveur d'une ou plusieurs catégories de personnes répondant à des caractéristiques qu'elle fixe, elle peut déléguer au conseil d'administration le soin d'arrêter la liste des bénéficiaires et le nombre de titres à attribuer à chacun d'eux.

L'assemblée générale des actionnaires peut également réservé l'augmentation de capital aux actionnaires d'une autre société faisant l'objet d'une offre publique d'échange initiée par la Société (article L. 225-148 du Code de commerce). Elle peut également réservé l'augmentation de capital à certaines personnes dans le cadre d'apports en nature (article L. 225-147 du Code de commerce).

4.5.4 Droit de participation au bénéfice de la Société

Les Actions Nouvelles auront droit aux bénéfices de la Société dans les conditions définies par les articles L. 232-10 et suivants du Code de commerce et par l'article 33 des statuts de la Société.

Conformément aux lois et règlements, le bénéfice distribuable est constitué par le bénéfice de l'exercice, diminué des pertes antérieures ainsi que des sommes à porter en réserve en application de la loi. Conformément aux lois et règlements et à l'article 33 des statuts de la Société, sur le bénéfice de l'exercice, diminué, le cas échéant, des pertes antérieures, il est prélevé cinq pour cent au moins pour constituer le fonds de réserve légale, étant précisé que ce prélèvement cesse d'être obligatoire lorsque le fonds de réserve légale atteint le dixième du capital social. L'assemblée générale des actionnaires peut décider la mise en distribution de sommes prélevées sur les réserves dont elle a la disposition. En ce cas, la décision indique expressément les postes de réserve sur lesquels les prélèvements sont effectués. Conformément à l'article 11 des statuts de la Société, chaque action donne droit à une part proportionnelle à la quotité du capital social qu'elle représente dans les bénéfices de la Société.

4.5.5 Droit de participation à tout excédent en cas de liquidation

Le partage des capitaux propres subsistant après remboursement du nominal des actions ou des parts sociales est effectué entre les associés dans les mêmes proportions que leur participation au capital social (article L. 237-29 du Code de commerce).

4.5.6 Identification des détenteurs de titres

La Société est en droit de demander à tout moment, contre rémunération à sa charge, au dépositaire central qui assure la tenue du compte émission de ses titres de capital, selon le cas, le nom ou la dénomination, la nationalité, l'année de naissance ou l'année de constitution et l'adresse des détenteurs de titres conférant immédiatement ou à terme le droit de vote dans ses propres assemblées d'actionnaires ainsi que la quantité de titres de capital détenue par chacun d'eux et, le cas échéant, les restrictions dont lesdits titres peuvent être frappés.

La Société, au vu de la liste transmise par le dépositaire central, a la faculté de demander, soit par l'entremise de ce dépositaire central soit directement, dans les mêmes conditions et sous peine de sanctions, aux personnes figurant sur cette liste et dont la Société estime qu'elles pourraient être inscrites pour compte de tiers, l'identité des propriétaires des titres ainsi que la quantité de titres détenue par chacun d'eux.

Aussi longtemps que la Société estime que certains détenteurs dont l'identité lui a été communiquée le sont pour le compte de tiers propriétaires des titres, elle est en droit de demander à ces détenteurs de révéler l'identité des propriétaires de ces titres, ainsi que la quantité de titres détenus par chacun d'eux (articles L. 228-2 et suivants du Code de commerce).

4.6 Autorisations

4.6.1 Autorisations données par l'assemblée générale des actionnaires

Les actionnaires de la Société sont appelés à approuver lors de l'Assemblée Générale Mixte devant se réunir le 27 septembre 2017 les résolutions suivantes sur le fondement desquelles l'Augmentation de Capital Réservée et l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS seront autorisées:

PREMIERE RESOLUTION

Augmentation du capital social en numéraire par émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'un bénéficiaire dénommé, d'actions ordinaires nouvelles de la Société pour un montant nominal de 4.320.000 euros (10.800.000 euros prime d'émission incluse)

L'Assemblée Générale, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées générales extraordinaires, connaissance prise (i) du rapport du Conseil d'administration, (ii) du rapport spécial des commissaires aux comptes, et (iii) du prospectus visé par l'Autorité des marchés financiers relatif à l'admission aux négociations d'Euronext Paris des actions nouvelles appelées à être émises par la Société dans le cadre de l'augmentation de capital objet de la présente résolution;

conformément aux dispositions des articles L. 225-135 et L. 225-138 du Code de commerce, sous la condition suspensive de l'adoption de la deuxième résolution relative à la suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'un bénéficiaire dénommé, et après avoir constaté que le capital est entièrement libéré;

décide d'augmenter le capital social d'un montant nominal de quatre millions trois cent vingt mille euros (4.320.000 €), par création et émission de 4.320.000 actions nouvelles d'une valeur nominale d'un (1) euro chacune, au prix unitaire de deux euros et cinquante centimes (2,50 €), soit avec une prime d'émission d'un euro et cinquante centimes (1,50 €) par action, correspondant à une augmentation de capital, prime d'émission incluse, de dix millions huit cent mille euros (10.800.000 €);

décide que le montant de la prime d'émission, soit 6.480.000 €, sera affecté au compte "Primes d'émission" sur lequel porteront les droits de tous les actionnaires, anciens et nouveaux ;

décide que la souscription des actions nouvelles sera exclusivement réservée à la société visée dans la deuxième résolution, sous réserve de la faculté de substitution prévue dans ladite résolution;

décide que le prix de souscription, prime d'émission incluse, sera intégralement libéré en espèces, lors de la souscription laquelle s'exercera par la signature d'un bulletin de souscription;

décide que la date de réalisation définitive de l'augmentation de capital résultant de la souscription et de la libération des actions ordinaires émises correspondra à la date du certificat du dépositaire constatant la souscription et le versement et établi au moment du dépôt des fonds, sur présentation du bulletin de souscription, établi conformément aux dispositions de l'article L. 225-146 alinéa 1 du Code de commerce ;

décide que les actions nouvelles porteront jouissance courante à compter de leur émission et seront, dès leur création, complètement assimilées aux actions existantes et soumises à toutes les stipulations des statuts et aux décisions de l'assemblée générale, et donneront le droit, à compter de leur émission, à toutes les distributions décidées par la Société à compter de cette date, et seront négociées sur le

marché réglementé Euronext Paris sur la même ligne de cotation que les actions existantes à compter de leur admission ;

confère tous pouvoirs au Conseil d'administration, avec faculté de subdélégation dans les conditions fixées par la loi et les statuts, afin, dans un délai maximum de trois mois à compter de la date de la présente Assemblée, de :

- constater la réalisation de la condition suspensive prévue dans la présente résolution ;
- recueillir auprès du bénéficiaire définitif la souscription des actions nouvelles ;
- obtenir le certificat du dépositaire attestant de la libération des fonds ;
- constater la libération de l'intégralité des actions nouvelles et, en conséquence, constater la réalisation définitive de l'augmentation de capital en résultant et apporter aux statuts les modifications corrélatives ;
- imputer le cas échéant les frais de l'augmentation de capital sur le montant de la prime y afférente et prélever sur ce montant les sommes nécessaires pour doter la réserve légale ;
- émettre les actions nouvelles résultant de l'augmentation de capital au profit du bénéficiaire de l'augmentation de capital ;
- et, plus généralement, passer toute convention, prendre toutes mesures et effectuer toutes formalités utiles en vue de l'émission et de l'admission aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris des actions nouvelles émises.

DEUXIEME RESOLUTION

Suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de la société TOLOMEI PARTICIPATIONS

L'Assemblée Générale, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées générales extraordinaires, connaissance prise (i) du rapport du Conseil d'administration, (ii) du rapport spécial des commissaires aux comptes, et (iii) du prospectus visé par l'Autorité des marchés financiers relatif à l'admission aux négociations d'Euronext Paris des actions nouvelles appelées à être émises par la Société dans le cadre de l'augmentation de capital objet de la première résolution, et en conséquence de la première résolution,

décide de supprimer le droit préférentiel de souscription des actionnaires prévu par l'article L. 225-132 du Code de commerce, et de réserver la souscription de l'intégralité des 4.320.000 actions nouvelles émises au titre de la première résolution à :

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.

TROISIEME RESOLUTION

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

L'Assemblée Générale, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées générales extraordinaires, connaissance prise du rapport du Conseil d'Administration, conformément aux dispositions de l'article L. 225-129-2 du Code de commerce;

délègue au Conseil d'Administration sa compétence, avec faculté de subdélégation dans les conditions fixées par la loi et les statuts, à l'effet de décider une augmentation de capital en numéraire avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, dans les proportions et aux époques qu'il déterminera, par l'émission, en France ou à l'étranger, d'actions ordinaires de la Société dont la souscription pourra être opérée en espèces ;

décide que la délégation ainsi conférée au Conseil d'administration est valable pour une durée de douze (12) mois à compter de la présente Assemblée ;

décide que le montant nominal total de l'augmentation de capital susceptible d'être ainsi réalisée ne pourra être supérieur à trois millions six cent mille euros (3.600.000 €) par émission d'un nombre maximum de trois millions six cent mille actions (3.600.000) émises au pair, soit au prix unitaire d'un (1) euro ;

décide que les actionnaires auront, proportionnellement au nombre d'actions qu'ils détiennent, un droit préférentiel de souscription à titre irréductible aux actions émises en vertu de la présente résolution ;

décide que les titulaires de droits préférentiels de souscription auront, conformément à l'article L. 225-133 du Code de commerce, un droit de souscription à titre réductible, en vue de la répartition des actions non absorbées par l'exercice du droit préférentiel de souscription à titre irréductible, laquelle répartition s'effectuera proportionnellement aux droits préférentiels de souscription dont ils disposent, dans la limite de leurs demandes et sans attribution de fractions ;

décide que si les souscriptions à titre irréductible et, le cas échéant, à titre réductible, n'ont pas absorbé la totalité d'une émission d'actions, le Conseil pourra, dans les conditions de l'article L. 225-134 du Code de commerce, à son choix, limiter l'émission au montant des souscriptions reçues, à condition que celui-ci atteigne les trois quarts au moins de l'émission décidée, répartir à sa diligence les titres non souscrits, et/ou offrir au public tout ou partie des titres non souscrits ;

confère tous pouvoirs au Conseil d'administration, avec faculté de subdélégation dans les conditions fixées par la loi et les statuts, afin de mettre en œuvre la présente délégation, et notamment :

- fixer les conditions et modalités de l'augmentation de capital et arrêter la date et les conditions d'émission, de souscription et de libération des actions nouvelles ;
- déterminer les dates d'ouverture et de clôture de la période de souscription et, si nécessaire, clore par anticipation ou proroger la durée de la période de souscription ;
- recueillir les souscriptions aux actions nouvelles ;
- obtenir le certificat attestant la libération des fonds ;

- constater la libération des actions nouvelles et, en conséquence, constater la réalisation définitive de l'augmentation de capital et apporter aux statuts les modifications corrélatives ;
- émettre les actions nouvelles résultant de l'augmentation de capital ;
- et, plus généralement, passer toute convention, prendre toutes mesures et effectuer toutes formalités utiles en vue de l'émission et de l'admission aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris des actions nouvelles émises.

4.6.2 *Décision du conseil d'administration*

Si la première et la seconde résolution soumises à l'Assemblée Générale Mixte et mentionnées au paragraphe 4.6.1 ci-dessus sont adoptées et les actions émises dûment souscrites par Tolomei Participations, le conseil d'administration se réunira pour constater la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée le 29 septembre 2017.

4.7 Date prévue d'émission des Actions Nouvelles

La date prévue pour l'émission des Actions Nouvelles est le 29 septembre 2017.

4.8 Restrictions à la libre négociabilité des Actions Nouvelles

Aucune clause statutaire ne limite la libre négociation des Actions Nouvelles.

4.9 Réglementation française en matière d'offres publiques

La Société est soumise aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur en France relatives aux offres publiques obligatoires, aux offres publiques de retrait et au retrait obligatoire.

4.9.1 *Offre publique obligatoire*

L'article L. 433-3 du Code monétaire et financier et les articles 234-1 et suivants du Règlement général de l'AMF prévoient les conditions de dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique, libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF, visant la totalité des titres de capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé.

4.9.2 *Offre publique de retrait et retrait obligatoire*

L'article L. 433-4 du Code monétaire et financier et les articles 236-1 et suivants (offre publique de retrait), 237-1 et suivants (retrait obligatoire à l'issue d'une offre publique de retrait) et 237-14 et suivants (retrait obligatoire à l'issue de toute offre publique) du Règlement général de l'AMF prévoient les conditions de dépôt d'une offre publique de retrait et de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire des actionnaires minoritaires d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé.

4.10 Offres publiques d'acquisition lancées par des tiers sur le capital de l'émetteur durant le dernier exercice et l'exercice en cours

Aux termes du Protocole d'Accord, Tolomei s'est engagé, sous réserve des conditions suspensives visées au paragraphe 5.1.4 de la Note d'Opération et de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée, à déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel il proposera de manière irrévocable aux actionnaires de la Société, d'acquérir la totalité de leur actions

au prix de 2,50 euros par action Le Tanneur, conformément aux articles 233-1 2° et 234-2 du Règlement général de l'AMF.

4.11 Retenues à la source et prélèvements applicables aux dividendes

Les dispositions suivantes résument certaines conséquences fiscales françaises en matière de prélèvements à la source sur les revenus d'actions de la Société, susceptibles de s'appliquer aux actionnaires, personnes physiques ou personnes morales, qui reçoivent des dividendes à raison de ces actions.

L'attention de celles-ci est néanmoins appelée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, des prélèvements à la source susceptibles de s'appliquer aux revenus des actions de la Société en vertu de la législation en vigueur à ce jour. Les développements qui suivent prennent en compte l'état actuel de la législation française et de la réglementation et sont susceptibles d'être affectés par d'éventuelles modifications législatives et réglementaires qui pourraient être assorties d'un effet rétroactif ou s'appliquer à l'année ou à l'exercice en cours, ou par un changement de leur interprétation par l'administration fiscale française.

Les informations ci-dessous ne constituent pas une description exhaustive de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer aux personnes qui deviendront actionnaires de la Société.

Celles-ci sont invitées à s'informer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier à raison de l'acquisition, la détention ou la cession des actions de la Société.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent, en outre, se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence et par ailleurs, le cas échéant, aux dispositions de la convention fiscale signée entre la France et leur État de résidence.

4.11.1 Actionnaires dont la résidence fiscale est située en France

4.11.1.1 Personnes physiques qui viendraient à détenir des actions de la Société dans le cadre de leur patrimoine privé en dehors du cadre d'un plan d'épargne en actions (PEA) et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations

(a) Prélèvement de 21%

En application de l'article 117 quater du CGI, sous réserve de certaines exceptions, les personnes physiques domiciliées en France sont, en principe, assujetties à un prélèvement forfaitaire non libératoire de l'impôt sur le revenu au taux de 21 % sur le montant brut des revenus distribués. Ce prélèvement est effectué par l'établissement payeur des dividendes s'il est établi en France. Lorsque l'établissement payeur est établi hors de France, les revenus sont déclarés et le prélèvement correspondant payé, dans les 15 premiers jours du mois qui suit celui du paiement des revenus, soit par le contribuable lui-même, soit par l'établissement payeur, lorsqu'il est établi dans un État membre de l'Union européenne, ou dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales, et qu'il a été mandaté à cet effet par le contribuable.

Ce prélèvement forfaitaire non libératoire, qui constitue un acompte de l'impôt sur le revenu, s'impute sur l'impôt sur le revenu dû au titre de l'année au cours de laquelle il est opéré. L'excédent, le cas échéant, est restitué.

Les actionnaires qui seraient concernés sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer l'applicabilité éventuelle des exceptions au prélèvement forfaitaire obligatoire de 21 %, ainsi que, le cas échéant, les modalités d'imputation de ce prélèvement sur le montant de leur impôt sur le revenu.

Par ailleurs, indépendamment du lieu de résidence, en application de l'article 119 bis 2 du CGI, s'ils sont payés hors de France dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI (« ETNC »), les dividendes versés par la Société font l'objet d'une retenue à la source de 75 % du montant brut des revenus distribués sauf si le débiteur apporte la preuve que ces distributions n'ont ni pour objet ni pour effet de permettre, dans un but de fraude fiscale, la localisation de revenus dans un tel État ou territoire. La liste des États et territoires non coopératifs est publiée par arrêté interministériel et mise à jour annuellement.

(b) Prélèvements sociaux

Le montant brut des dividendes le cas échéant distribués par la Société sera également soumis en intégralité aux prélèvements sociaux au taux global de 15,5 %, répartis comme suit :

- la contribution sociale généralisée (« CSG ») au taux de 8,2 % ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS »), au taux de 0,5 % ;
- le prélèvement social au taux de 4,5 % ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social au taux de 0,3 % ; et
- le prélèvement de solidarité au taux de 2 %.

Ces prélèvements sociaux sont effectués de la même manière que le prélèvement forfaitaire non libératoire de 21 %.

Hormis la CSG, déductible à hauteur de 5,1 % du revenu imposable de l'année de son paiement, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable.

Les actionnaires sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer les modalités déclaratives et les modalités de paiement du prélèvement de 21 % et des prélèvements sociaux qui leurs seront applicables.

4.11.1.2 Personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés (régime de droit commun)

Les revenus distribués au titre des actions détenues par les personnes morales dont la résidence est située en France ne seront, en principe, soumis à aucune retenue à la source.

Toutefois, si les dividendes versés par la Société sont payés hors de France dans un ETNC, les dividendes distribués par la Société font l'objet d'une retenue à la source au taux de 75 % sauf si le débiteur apporte la preuve que ces distributions n'ont ni pour objet ni pour effet de permettre, dans un but de fraude fiscale, la localisation de revenus dans un tel État ou territoire.

4.11.1.3 Autres actionnaires

Les actionnaires de la Société soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs actions à l'actif de leur bilan commercial, devront s'informer du régime fiscal s'appliquant à leur cas particulier auprès de leur conseiller fiscal habituel.

4.11.2 Actionnaires dont la résidence fiscale est située hors de France

En l'état actuel de la législation française et sous réserve de l'application éventuelle des conventions fiscales internationales, les dispositions suivantes résument certaines conséquences fiscales françaises en matière de prélèvements à la source sur les revenus d'actions de la Société, susceptibles de s'appliquer aux investisseurs (i) qui ne sont pas domiciliés en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France et (ii) dont la propriété des actions n'est pas rattachable à une base fixe ou à un établissement stable soumis à l'impôt en France. Ceux-ci doivent néanmoins s'assurer auprès de leur conseiller fiscal habituel de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier, et doivent, en outre, se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence.

En l'état actuel de la législation française et sous réserve de l'application éventuelle des conventions fiscales internationales éventuellement applicables et des exceptions visées ci-après, les dividendes distribués par la Société font, en principe, l'objet d'une retenue à la source, prélevée par l'établissement payeur des dividendes, lorsque le domicile fiscal ou le siège du bénéficiaire est situé hors de France. Sous réserve de ce qui est dit ci-après,

le taux de cette retenue à la source est fixé à :

- 21 % pour les dividendes éligibles à l'abattement de 40 % prévu au 2° du 3 de l'article 158 du CGI lorsqu'ils bénéficient à des personnes physiques dont le domicile fiscal est situé dans un État membre de l'Union européenne ou dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales ;
- 15 % lorsque le bénéficiaire est un organisme qui a son siège dans un État membre de l'Union européenne ou dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales et qui serait imposé dans les conditions prévues au 5 de l'article 206 du CGI (lequel vise les organismes génériquement désignés comme « organismes sans but lucratif ») s'il avait son siège en France et qui remplit les critères prévus par les paragraphes 580 et suivants du Bulletin officiel des Finances Publiques-Impôts (« BOFIP »), BOI-IS-CHAMP-10-50-10-40-20130325 ; et
- 30 % dans les autres cas.

Toutefois, indépendamment de la localisation du domicile fiscal, du lieu de résidence ou du siège social du bénéficiaire, sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales, s'ils sont payés hors de France dans un ETNC, les dividendes distribués par la Société font l'objet d'une retenue à la source au taux de 75 %, sauf si le débiteur apporte la preuve que ces distributions n'ont ni pour objet ni pour effet de permettre, dans un but de fraude fiscale, la localisation de revenus dans un tel État ou territoire.

La retenue à la source peut être réduite, voire supprimée, en vertu notamment :

- de l'article 119 ter du CGI, applicable sous certaines conditions aux actionnaires personnes morales bénéficiaires effectifs des dividendes (a) ayant leur siège de direction effective dans un État membre de l'Union européenne ou dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales et n'être pas considérée, aux termes d'une convention en matière de double imposition conclue avec un État tiers, comme ayant sa résidence fiscale hors de l'Union européenne ou de l'Espace économique européen, (b) revêtant l'une des formes énumérées à la partie A de l'annexe I à la directive 2011/96/UE du Conseil du 30 novembre 2011 concernant le régime fiscal commun applicable aux sociétés mères et filiales d'États membres différents ou une forme équivalente lorsque la société a son siège de direction effective dans un État partie à l'Espace économique européen, (c) détenant

- au moins 10 % du capital de la société française distributrice de manière directe et ininterrompue pendant au moins deux ans et remplissant toutes les autres conditions visées par cet article telles qu'interprétées par la doctrine administrative (BOFIP BOI-RPPM-RCM-30-30-20-10-20160607), étant toutefois précisé que ce taux de détention est ramené à 5 % du capital de la société française distributrice lorsque la personne morale qui est le bénéficiaire effectif des dividendes détient une participation satisfaisant aux conditions prévues à l'article 145 du CGI et se trouve privée de toute possibilité d'imputer la retenue à la source (BOFIP BOI-RPPM-RCM-30-30-20-40-20160607) et (d) étant passibles, dans l'État membre de l'Union européenne ou dans l'État partie à l'accord sur l'Espace économique européen où elle a son siège de direction effective, de l'impôt sur les sociétés de cet État, sans possibilité d'option et sans en être exonérée, étant précisé que cet article 119 ter du CGI ne s'applique pas aux dividendes distribués dans le cadre d'un montage ou d'une série de montages qui, ayant été mis en place pour obtenir, à titre d'objectif principal ou au titre d'un des objectifs principaux, un avantage fiscal allant à l'encontre de l'objet ou de la finalité de l'article 119 ter du CGI, n'est pas authentique compte tenu de l'ensemble des faits et circonstances pertinents ; ou
- de l'article 119 quinquies du CGI, dont les dispositions sont commentées par la doctrine administrative publiée au BOFIP BOI-RPPM-RCM-30-30-20-80-20160406, applicable aux actionnaires personnes morales situés dans un État membre de l'Union européenne ou dans un autre État ou territoire ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales faisant l'objet d'une procédure comparable à celle mentionnée à l'article L. 640-1 du Code de commerce (ou, à défaut d'une telle procédure, étant dans un état de cessation de paiements et dans une situation où son redressement est manifestement impossible) et remplissant les autres conditions énoncées à l'article 119 quinquies du CGI ; ou
 - des conventions fiscales internationales applicables le cas échéant.

En outre, sont exonérés de retenue à la source les revenus distribués à certains organismes de placement collectif constitués sur le fondement d'un droit étranger situés dans un État membre de l'Union européenne ou dans un autre État ou territoire ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales et qui (i) lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs ; et (ii) présentent des caractéristiques similaires à celles d'organismes de placement collectif de droit français remplissant les conditions énoncées à l'article 119 bis 2 du CGI. Les investisseurs concernés sont invités à consulter leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer les modalités d'application de ces dispositions à leur cas particulier.

Il appartient aux actionnaires de la Société concernés de se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer s'ils sont susceptibles de se voir appliquer la législation relative aux ETNC et/ou de pouvoir

revendiquer le droit à bénéficier d'une réduction ou d'une exonération de la retenue à la source, ainsi que pour en définir les modalités pratiques d'application, telles que notamment prévues par le BOFIP BOI-INT-DG-20-20-20-20-20120912 relatif à la procédure dite « normale » ou dite « simplifiée » de réduction ou d'exonération de la retenue à la source s'agissant des conventions fiscales internationales.

Les non-résidents fiscaux français doivent également se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, au titre des dividendes distribués par la Société, telle qu'éventuellement modifiée par la convention fiscale internationale entre la France et cet État.

5. CONDITIONS DE L'OPERATION

5.1 Conditions de l'offre et calendrier prévisionnel de l'opération

5.1.1 Conditions de l'offre

Selon le calendrier indicatif figurant au paragraphe 5.1.3 ci-dessous, il est prévu que le règlement-livraison de l'Augmentation de Capital Réservée intervienne le 29 septembre 2017 et que les Actions Nouvelles émises dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservée soient admises aux négociations sur Euronext Paris (Compartiment C) le même jour.

5.1.2 Montant de l'émission

Le montant total de l'émission des Actions Nouvelles, prime d'émission incluse, s'élève à 10.800.000 euros (dont 4.320.000 euros de nominal et 6.480.000 euros de prime d'émission) correspondant au produit du nombre d'Actions Nouvelles émises, soit 4.320.000 Actions Nouvelles, multiplié par le prix de souscription d'une Action Nouvelle, soit 2,50 euros (constitué de 1 euro de nominal et 1,50 euros de prime d'émission).

5.1.3 Calendrier indicatif

23 juin 2017	Diffusion d'un communiqué de presse de la Société annonçant le principe de l'Augmentation de Capital Réservée
2 août 2017	Diffusion d'un communiqué de presse de la Société annonçant la signature du Protocole d'Accord
18 septembre 2017	Visa de l'AMF sur le Prospectus
19 septembre 2017	Diffusion d'un communiqué de presse de la Société décrivant les principales modalités de l'Augmentation de Capital Réservée et les modalités de mise à disposition du Prospectus
27 septembre 2017	Tenue de l'assemblée générale des actionnaires de la Société appelée à se prononcer sur l'Augmentation de Capital Réservée Avis Euronext relatif à l'admission des Actions Nouvelles aux négociations sur Euronext Paris
29 septembre 2017	Réception du prix de souscription et règlement-livraison des Actions Nouvelles Diffusion par la Société d'un communiqué de presse annonçant la réalisation de l'Augmentation de Capital réservée
3 octobre 2017	Dépôt du projet de note d'information de l'initiateur concernant l'Offre Dépôt du projet de note en réponse de la Société concernant l'Offre

17 octobre 2017	Décision de conformité de l'AMF concernant l'Offre
18 octobre 2017	Publication de la note d'information de l'initiateur concernant l'Offre
	Publication de la note en réponse de la Société concernant l'Offre
	Publication des documents "autres informations" concernant l'initiateur et la Société
19 octobre 2017	Ouverture de l'Offre
1er novembre 2017	Clôture de l'Offre
2 novembre 2017	Publication des résultats finaux de l'Offre par l'AMF
3 novembre 2017	Règlement-livraison de l'Offre
13 novembre 2017	Visa de l'AMF sur le prospectus relatif à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS
14 novembre 2017	Diffusion d'un communiqué de presse de la Société décrivant les principales modalités de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS et les modalités de mise à disposition du prospectus
15 novembre 2017	Journée comptable à l'issue de laquelle les porteurs d'actions enregistrées comptablement sur leurs comptes-titres auront droit à se voir attribuer des DPS
16 novembre 2017	Détachement des DPS et ouverture de la période de négociation des DPS sur Euronext Paris
17 novembre 2017	Ouverture de la période de souscription de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS
24 novembre 2017	Clôture de la période de négociation des DPS
28 novembre 2017	Clôture de la période de souscription de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS
5 décembre 2017	Diffusion d'un communiqué de presse de la Société annonçant les résultats de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS.
7 décembre 2017	Règlement-livraison de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS

5.1.4 Révocation ou Suspension de l'offre

L'Augmentation de Capital Réservée et, plus généralement, l'ensemble du Plan de Recapitalisation et de Développement restent soumis à la réalisation des conditions suspensives suivantes à la date de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée : (i) l'adoption par l'Assemblée Générale Mixte des résolutions relatives à l'Augmentation de Capital Réservée, (ii) l'absence de procédure de dissolution ou de procédure relevant du Livre VI du Code de Commerce visant toute société du Groupe, et (iii) l'absence d'événement défavorable significatif affectant les actifs, l'activité ou la condition financière du Groupe (pris dans son ensemble), immédiatement ou à terme, à hauteur d'un montant au moins égal

à 2,5 millions d'euros⁴, depuis le 1er août 2017. A la date du Prospectus, la Société n'a pas connaissance de la survenue d'un événement défavorable significatif au sens précité.

Il est toutefois précisé que QLG, qui détient 92,0% des droits de vote exercables en assemblée générale, s'est engagé aux termes du Protocole d'Accord à voter en faveur des résolutions relatives à l'Augmentation de Capital Réservée lors de l'Assemblée Générale Mixte.

5.1.5 Réduction de la souscription

Non applicable.

5.1.6 Montant minimum et maximum d'une souscription

Non applicable.

5.1.7 Révocation des ordres de souscription

Les ordres de souscription sont irrévocables.

5.1.8 Versement des fonds et modalités de délivrance des Actions Nouvelles

La date de règlement-livraison prévue des Actions Nouvelles est le 29 septembre 2017.

5.1.9 Publication des résultats de l'offre

Le 29 septembre 2017, à l'issue de la souscription et de la libération intégrale de la totalité des Actions Nouvelles émises à l'occasion de l'Augmentation de Capital Réservée un communiqué de presse de la Société annonçant la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée sera diffusé et mis en ligne sur le site Internet de la Société.

Par ailleurs, Euronext diffusera un avis relatif à l'émission et l'admission des Actions Nouvelles émises à l'occasion de l'Augmentation de Capital Réservée.

5.1.10 Procédure d'exercice et négociabilité des droits préférentiels de souscription

Non applicable.

5.2 Plan de distribution et allocation des valeurs mobilières

5.2.1 Catégorie d'investisseurs potentiels – Pays dans lesquels l'offre sera ouverte – Restrictions applicables à l'offre

Non Applicable. L'Augmentation de Capital Réservée sera exclusivement souscrite par Tolomei.

5.2.2 Intentions de souscription des principaux actionnaires de la Société ou des membres de ses organes d'administration, de direction ou de surveillance

L'Augmentation de Capital Réservée est exclusivement réservée à Tolomei qui n'est pas actionnaire de la Société.

⁴ Aux termes du Protocole d'Accord, ne sont pas constitutifs d'un événement défavorable significatif tout événement, circonstance ou changement (i) résultant d'une modification d'une loi régissant les activités de la Société postérieure au 1er août 2017, (ii) résultant de l'annonce, la signature ou la mise en œuvre du Protocole d'Accord et des opérations qui y sont décrites, ou (iii) révélé au public préalablement au 1er août 2017.

5.2.3 *Information pré-allocation*

Non applicable.

5.2.4 *Notification aux souscripteurs*

Non applicable.

5.2.5 *Sur-allocation et rallonge*

Non applicable.

5.3 *Prix de souscription*

5.3.1 *Prix de souscription des Actions Nouvelles*

Le prix de souscription de l'Augmentation de Capital Réservée est de 2,50 euros par action, correspondant à la valeur nominale des actions de la Société majorée d'une prime d'émission de 1,50 euro.

Le prix de souscription de 2,50 euros par action fait ressortir:

- une prime de 30,56% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 30 jours précédent l'annonce du Plan de Recapitalisation et de Développement le 23 juin 2017 (1,9149 euros);
- une prime de 31,58% par rapport au dernier cours précédent l'annonce du projet de Plan de Recapitalisation et de Développement le 23 juin 2017, soit le 6 juin 2017 (1,90 euros).

Au 15 septembre 2017, le dernier cours connu de l'action Le Tanneur est de 2,49 euros (cours en date du 7 septembre 2017).

Lors de la souscription, le prix de 2,50 euros par action souscrite, représentant la totalité du nominal et de la prime d'émission, devra être intégralement libéré par versement en espèces uniquement.

L'Augmentation de Capital Réservée s'inscrit dans le Plan de Recapitalisation et de Développement d'un montant de 14,3 millions euros soutenu par Tolomei.

5.3.2 *Attestation d'équité*

Le conseil d'administration de la Société a nommé, le 4 juillet 2017, le cabinet Associés en Finance en qualité d'expert indépendant afin de solliciter son opinion sur les conditions financières de l'Augmentation de Capital Réservée et l'Offre Publique d'Achat.

Aux termes de son rapport, l'expert indépendant a conclu au caractère équitable du prix de souscription de 2,50 euros par action envisagé pour l'Augmentation de Capital Réservée.

Les conclusions du rapport de l'expert indépendant figurent au paragraphe 10.4 de la Note d'Opération. Le rapport de l'expert indépendant sur le caractère équitable du prix de souscription des Actions Nouvelles figure a été diffusé le 12 septembre 2017 et figure en Annexe A de la Note d'Opération.

5.3.3 *Disparité de prix*

Le prix unitaire de souscription des Actions Nouvelles issues de l'Augmentation de Capital Réservée correspond au prix d'offre par action de l'Offre Publique d'Achat mais sera supérieur au prix de souscription unitaire des actions nouvelles issues de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS

Cette disparité de prix se justifie à la fois par l'ordre de réalisation des augmentations de capital et par l'objectif de limiter la dilution de la participation des actionnaires minoritaires actuels de la Société.

5.4 Placement et prise ferme

5.4.1 Coordonnées du Chef de File et Teneur de Livre

Non applicable.

5.4.2 Coordonnées des intermédiaires habilités chargés du dépôt des fonds des souscriptions et du service financier des actions

CIC

6 avenue de Provence
75452 Paris Cedex 09
France

5.4.3 Garantie – Engagement d'abstention ou de conservation

5.4.3.1 Garantie et engagement de souscription

L'émission des Actions Nouvelles ne fait pas l'objet d'un contrat de garantie.

Toutefois, Tolomei s'est engagé, aux termes du Protocole d'Accord, à souscrire la totalité des actions offertes dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservee, sous réserve de la réalisation des conditions suspensives visées au paragraphe 5.1.4 ci-dessus.

L'Augmentation de Capital Réservee permettra à la Société de lever 10.800.000 euros (prime d'émission incluse) et l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS permettra à la Société de lever 3.542.056 euros supplémentaires (prime d'émission incluse).

5.4.3.2 Engagement d'abstention ou de conservation

Sans objet.

6. ADMISSION AUX NEGOCIATIONS ET MODALITES DE NEGOCIATION

6.1 Admission aux négociations

Les Actions Nouvelles feront l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur Euronext Paris (compartiment C).

Elles seront admises aux négociations sur ce marché à compter du 29 septembre 2017. Elles seront, à compter de cette date, immédiatement assimilées aux actions existantes de la Société et seront négociées sur la même ligne de cotation sous le code ISIN FR0000075673.

6.2 Place de cotation

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur Euronext Paris (compartiment C).

6.3 Offres simultanées d'actions de la Société

Non applicable.

6.4 Contrat de liquidité

Aucun contrat de liquidité relatif aux actions de la Société n'a été conclu à la date du visa sur le Prospectus.

6.5 Stabilisation – Interventions sur le marché

Non applicable.

7. DETENTEURS DE VALEURS MOBILIERES SOUHAITANT LES VENDRE

Non applicable.

8. DEPENSES LIEES A L'EMISSION

Le produit brut correspond au produit du nombre d'Actions Nouvelles à émettre et du prix de souscription unitaire des Actions Nouvelles. Le produit net correspond au produit brut diminué des charges mentionnées ci-dessous.

A titre indicatif, le produit brut et l'estimation du produit net de l'Augmentation de Capital Réservée seraient les suivants :

- produit brut : 10.800.000 euros ;
- rémunération des intermédiaires financiers et frais juridiques et administratifs : environ 180 820 euros ;
- produit net estimé : environ 10 619 180 euros.

9. DILUTION

La Société n'a émis aucune valeur mobilière donnant accès à son capital ni aucun instrument d'aucune nature donnant accès à son capital.

9.1 Incidence théorique de l'émission sur la quote-part des capitaux propres

À titre indicatif, l'incidence de l'émission des Actions Nouvelles sur la quote-part des capitaux propres consolidés part du Groupe (*calculs effectués sur la base des capitaux propres consolidés du Groupe au 30 juin 2017 tels qu'ils ressortent des comptes consolidés de la Société au 30 juin 2017 et du nombre d'actions composant le capital social de la Société à la date du Prospectus, après déduction des actions auto-détenues*), serait la suivante :

	Quote-part des capitaux propres, avant affectation, par action ordinaire (en euros)
Avant émission des Actions Nouvelles	0,79
Après émission des 4.320.000 Actions Nouvelles de l'Augmentation de Capital Réservée	1,65
Après émission des 3.542.056 ⁵ actions nouvelles de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS	1,46

Il est précisé qu'il n'existe aucun instrument dilutif en circulation.

9.2 Incidence de l'émission sur la situation de l'actionnaire

À titre indicatif, l'incidence théorique de l'émission des Actions Nouvelles sur la participation dans le capital d'un actionnaire détenant 1 % du capital social de la Société préalablement à l'émission des Actions Nouvelles (*calculs effectués sur la base du nombre d'actions composant le capital social de la Société au 31 juillet 2017*) serait la suivante :

	Participation d l'actionnaire ⁶ (en %)	
	Absence de souscription à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS	Souscription à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS à hauteur des DPS détenus
Avant émission des Actions Nouvelles		1,00%
Après émission des 4.320.000 Actions Nouvelles de l'Augmentation de Capital Réservée		0,50%

⁵ 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.

⁶ En retenant l'hypothèse selon laquelle l'actionnaire concerné n'apporterait pas ses titres à l'Offre Publique d'Achat.

Après émission des 3.542.056 ⁵ actions nouvelles de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS	0,35%	0,50%
---	-------	-------

Il est précisé qu'il n'existe aucun instrument dilutif en circulation.

9.3 Répartition du capital social et des droits de vote avant et à l'issue du Plan de Recapitalisation et de Développement

9.3.1 Répartition du capital social et des droits de vote avant l'Augmentation de Capital Réservée

A la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société au 31 juillet 2017 était la suivante:

	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote exercables en AG	% droits de vote exercables en AG
QLG	3 664 856	85,6	7 329 712	92,0
Diversita SARL	376 845	8,8	376 845	4,7
M. Philippe SPRUCH	46 425	1,1	46 425	0,6
Sous-total Concert	423 270	9,9	423 270	5,3
Diversita/Spruch				
Public	173 610	4,1	183 490	2,3
Mandataires sociaux et salariés	15 300	0,4	30 300	0,4
Le Tanneur	5 100	0,1	-	-
Total	4 282 136	100,0	7 966 772	100,0

9.3.2 Répartition du capital social et des droits de vote après l'Augmentation de Capital Réservée

À titre indicatif, à l'issue de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée, sur la base de la répartition du capital et des droits de vote de la Société au 31 juillet 2017, la répartition du capital et des droits de vote de la Société serait la suivante :

	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote exercables en AG	% droits de vote exercables en AG
Tolomei	4 320 000	50,2	4 320 000	50,2
QLG	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
Sous-total Concert	423 270	4,9	423 270	4,9
Diversita/Spruch				
Public	173 610	2,0	173 610	2,0
Mandataires sociaux et salariés	15 300	0,2	15 300	0,2
Le Tanneur	5 100	0,1	-	-
Total	8 602 136	100,0	8 597 036	100,0

L'Assemblée Générale Mixte et l'assemblée spéciale des titulaires d'actions à droit de vote double devant se réunir le même jour que l'Assemblée Générale Mixte sont appelées à statuer sur la suppression des droits de vote double prévus par l'article 11.6 des statuts et l'article L. 225-123 du Code de commerce.

Un pacte d'actionnaires sera conclu, le jour de la réunion de l'Assemblée Générale Mixte, entre QLG et Tolomei et entrera en vigueur à la date de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée. En tout état de cause, QLG et Tolomei n'agiront pas de concert vis-à-vis de la Société.

9.3.3 Répartition du capital social et des droits de vote après l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS

9.3.3.1 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 Publique d'Achat 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 comme indiqué ci-dessous)⁷, 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 exercables en AG	% droits de vote exercables en AG
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	597 549	4,9	597 549	4,9
Diversita/Spruch				
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	-	-
Total	12 144 192	100,0	12 139 092	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 Publique d'Achat 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 Publique d'Achat

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 visé au paragraphe 3.5.3 de la Note d'Opération

9.3.3.2 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 Publique d'Achat 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)⁷, et où (iii) le solde des actions émises et non-souscrites a été intégralement souscrit par Tolomei*.

	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote exercables en AG	% droits de vote exercables en AG
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	423 270	3,5	423 270	3,5
Diversita/Spruch				
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	-	-
Total	12 144 192	100,0	12 139 092	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 Publique d'Achat et s'est engagé à n'exercer ses DPS qu'à hauteur de 1 million d'actions nouvelles

⁷ 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.

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

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 visé au paragraphe 3.5.3 de la Note d'Opération

10. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES

10.1 Conseillers ayant un lien avec l'offre

Non applicable.

10.2 Responsables du contrôle des comptes

Commissaires aux comptes titulaires

IN EXTENSO IDF AUDIT
63 ter avenue Edouard Vaillant
92100 Boulogne-Billancourt

ERNST & YOUNG et Autres
1-2 place des Saisons
92400 Courbevoie – Paris La Défense 1

Commissaires aux comptes suppléants

MFG AUDIT
20 rue du Bois Chaland
91090 Lisses

AUDITEX
1-2 place des Saisons
92400 Courbevoie – Paris La Défense 1

10.3 Informations contenues dans le Prospectus provenant d'une tierce partie

Le Prospectus n'inclut aucune information provenant d'une tierce partie, sous réserve du rapport de l'expert indépendant figurant en Annexe A de la Note d'Opération et dont la conclusion est reproduite au paragraphe 10.4 ci-dessous.

10.4 Rapport de l'expert indépendant

Le cabinet Associés en Finance a été désigné par le conseil d'administration de la Société lors de sa réunion du 4 juillet 2017 en tant qu'expert indépendant chargé de rendre un avis sur le caractère équitable du prix de souscription de l'Augmentation de Capital Réservée et sur le prix de l'Offre Publique d'Achat conformément, respectivement, aux articles 261-3 et 261-1 du Règlement général de l'AMF.

Le cabinet Associés en Finance a remis son rapport au conseil d'administration de la Société sur le prix de souscription de l'Augmentation de Capital Réservée le 31 août 2017. Le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 5 septembre 2017 afin de statuer sur les conditions financières de l'Augmentation de Capital Réservée. Conformément à la réglementation applicable, le rapport de l'expert indépendant a été diffusé le 12 septembre 2017. Il figure en Annexe A de la Note d'Opération.

La conclusion du rapport de l'expert indépendant, présentée sous la forme d'une attestation d'équité, est reprise ci-après:

"Le prix de l'Augmentation de Capital Réservée 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 prise en compte de l'Augmentation de Capital Réservée dans la modélisation, qui réduit fortement l'endettement de la Société et améliore la liquidité du titre, extériorise un effet « relatif » sur la valeur pour l'actionnaire de Le Tanneur. Les termes et conditions de l'Augmentation de Capital Réservée à Tolomei sont donc équitables vis-à-vis des actionnaires de Le Tanneur."

ANNEXE A

Rapport du Cabinet Associés en Finance sur l'Augmentation de Capital Réservée

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

1^{er} septembre 2017



Associés en Finance, Jacquillat & Détroyat Associés
223, rue Saint Honoré – 75001 Paris – France
Tél : 33 (1) 44 50 56 25

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	15
II.E.1.	Analyse du compte de résultat	15
II.E.2.	Analyse du bilan.....	17
II.E.3.	Analyse du tableau de flux	19
III.	Evaluation de Le Tanneur.....	20
III.A.	Examen du cours de l'action	20
III.B.	Méthodes de valorisation écartées.....	24
III.B.1.	Méthode de l'actif net comptable.....	24
III.B.2.	Méthode de l'actif net réévalué.....	24
III.B.3.	Valorisation par les dividendes	24
III.B.4.	Méthode des comparables boursiers.....	24
III.B.5.	Méthode des transactions comparables	25
III.C.	Méthodes de valorisation retenues : méthodes d'actualisation des flux de trésorerie.....	26
III.C.1.	Choix méthodologiques	26
III.C.2.	Estimation des flux prévisionnels	27
III.C.3.	Estimation du coût des ressources de financement.....	30
III.C.4.	Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie en stand-alone	33
III.C.5.	Analyse de sensibilité de la valorisation	34
III.C.6.	Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie post Augmentation de Capital Réservée	35
III.D.	Références d'évaluation.....	36
IV.	Conclusion d'Associés en Finance.....	37
V.	Annexe 1 : Présentation de l'expert	39
VI.	Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival®	43

VI.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres	43
VI.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital	45
VII. Annexe 3 : présentation des sociétés de l'échantillon.....	47
VIII. Annexe 4 : détail des transactions intervenues dans le secteur	49

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 détient actuellement 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 d'un 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 Réservée »**) pour un montant total de 10,8 M€. A l'issue de cette étape, Tolomei devrait détenir 50,2% du capital. Cette première étape permettra le remboursement du Compte Courant d'Actionnaire consenti par QLG.
- La deuxième étape est le lancement par Tolomei d'une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'**« OPAS »**) 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 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'Augmentation de Capital Réservée, dont fait l'objet la présente attestation d'équité, s'inscrit dans le cadre de l'article 261-3 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « l'AMF ») qui prévoit la nomination volontaire par la Société d'un expert indépendant.

Concernant l'OPAS, l'intervention de l'expert indépendant s'inscrira dans le cadre de l'application de l'article 261-1 I 2° 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 précédent sa désignation ; pour information, Détroyat 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 ;
- 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 au cours des dix-huit derniers mois précédent 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 présentateur, était l'offre publique d'achat simplifiée initiée en 2017 par le groupe Bolloré sur Blue Solutions ;
- 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'Augmentation de Capital Réservée et fera l'objet d'un complément de rapport au titre de l'OPAS. 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 1^{er} septembre 2017. Le présent rapport a été établi sur la base des cours au 31 août 2017. Il sera suivi d'un rapport complémentaire le moment venu au titre de l'OPAS.

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. Les clients de LTC sont des maisons de luxe comme par exemple récemment Ralph & Russo, une maison britannique spécialisée dans la haute couture, les sacs et les chaussures ;
- **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

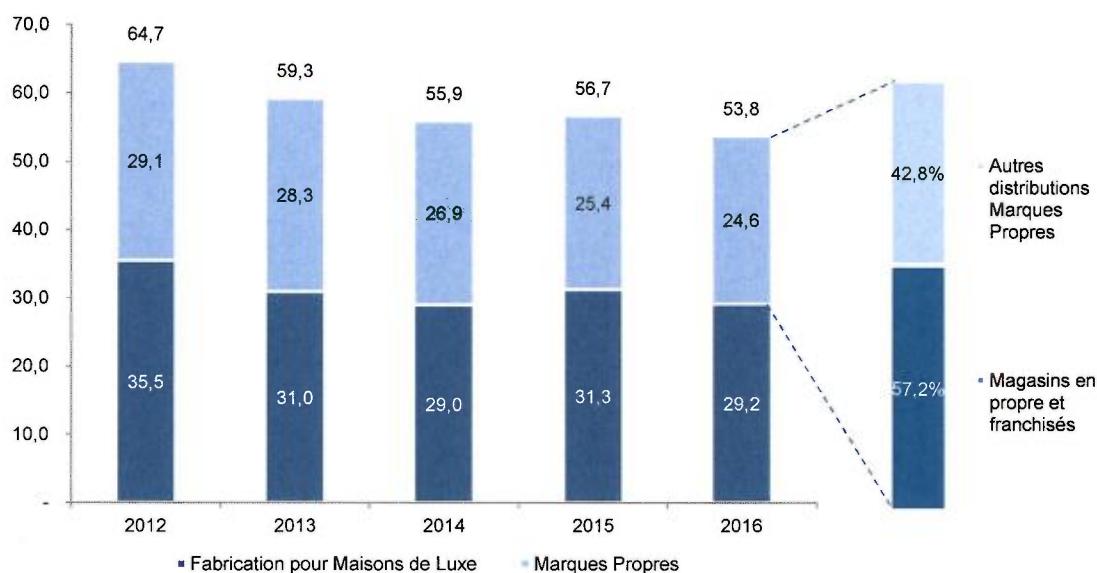


Source : Le Tanneur

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 (détailants 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.

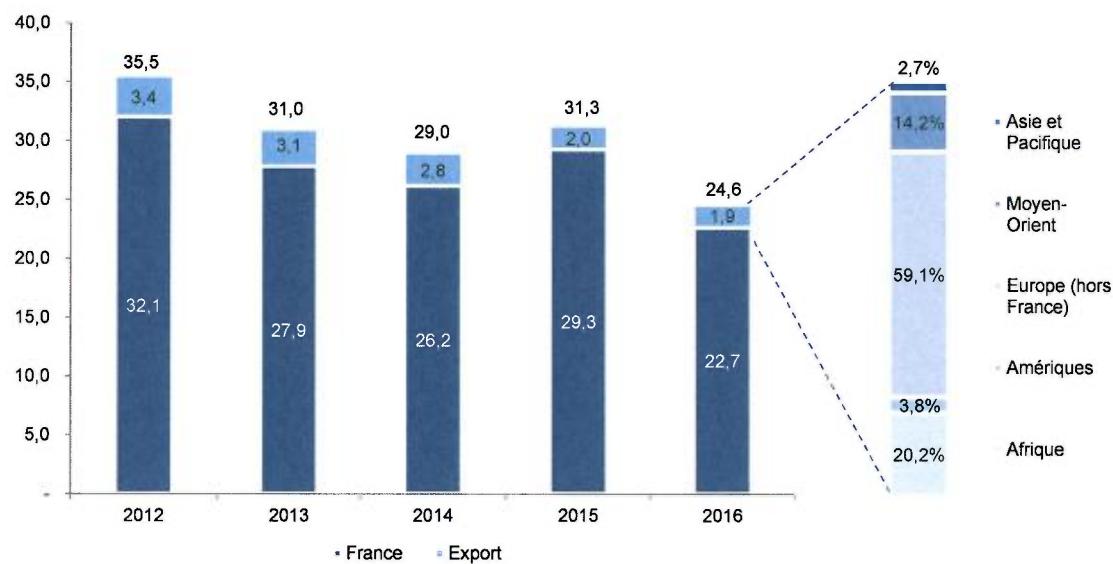
Figure 2
Evolution du chiffre d'affaires par activité sur 5 ans (M€) et répartition 2016 des ventes Marques Propres



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

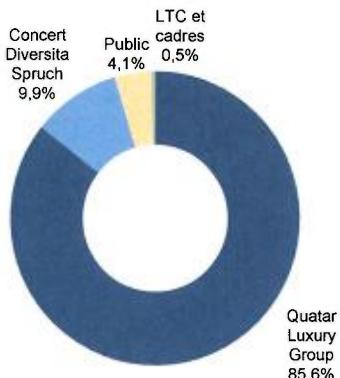
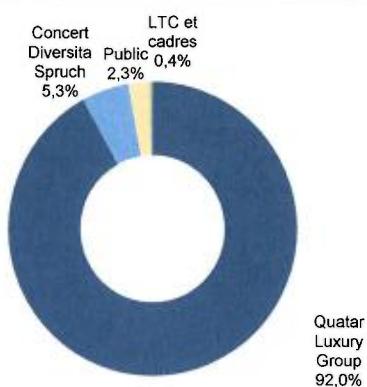


Figure 5
Répartition des droits de vote en assemblée générale au 31 juillet 2017



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 Vuitton¹. 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 an².

¹ Source : Document de référence de l'exercice 2000

² 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€)

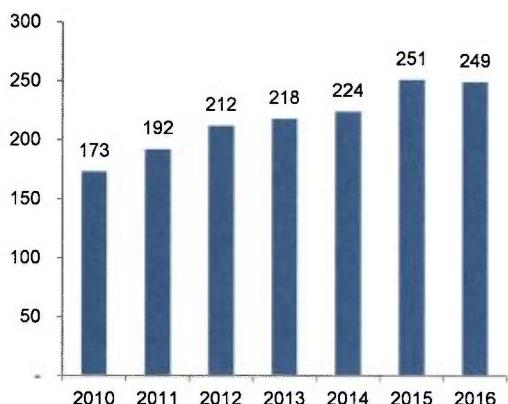
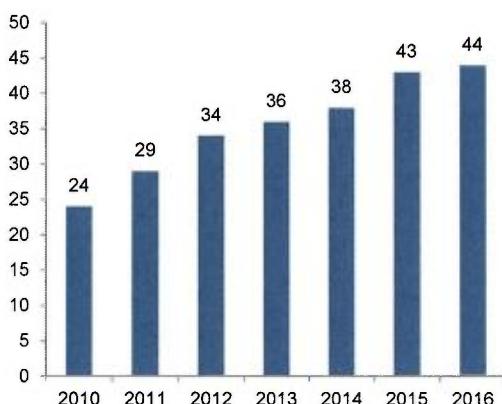


Figure 7
Evolution du marché de la maroquinerie de luxe depuis 2010
(en M€)

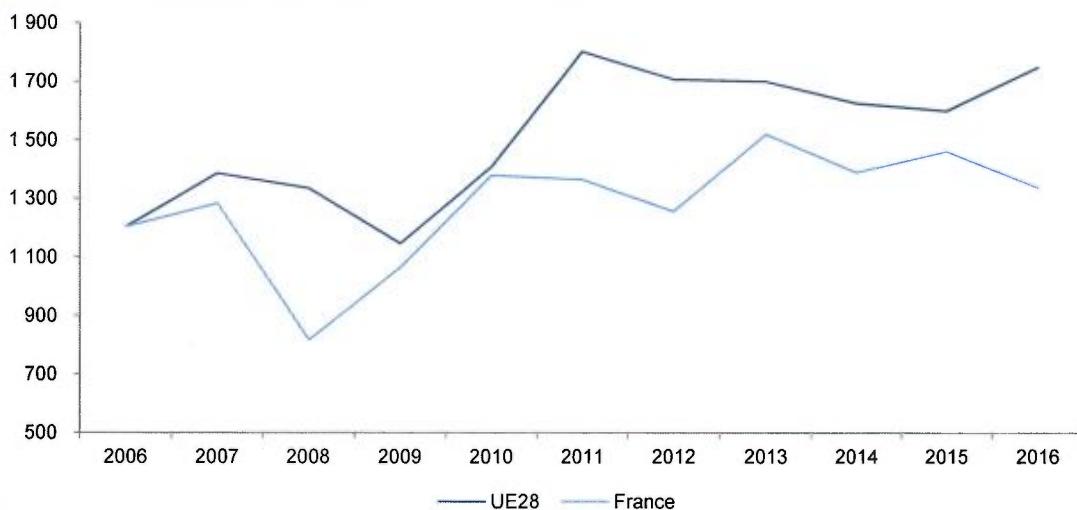


Source : Xerfi

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 exercice³.

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



Source : Eurostat

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

³ Source : « La production du cuir travaillé », Xerfi, 2017

II.D. Eléments 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 14. 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, Moreau, marque de luxe française reprise par le groupe japonais Onward Luxury Group, et Ralph & Russo, acteur britannique du monde du luxe.

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>	(2,9%)	(4,9%)	(5,5%)	(3,4%)		(5,6%)
Fabrication pour Maisons de Luxe	31,0	29,0	31,3	29,2	15,3	15,9
<i>Croissance</i>	(12,8%)	(6,3%)	7,9%	(6,7%)		3,8%
Chiffre d'affaires consolidé	59,3	55,9	56,7	53,8	25,8	25,8
<i>Croissance</i>	(8,4%)	(5,6%)	1,4%	(5,2%)		(0,0%)
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	(1,7)	(1,9)	(0,3)	(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 britannique, Ralph & Russo.

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 deux donneurs d'ordres récents Moreau et Ralph & Russo, 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 assimilées	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 soient être imputées sur l'IS sur les trois années suivant leur enregistrement, soient 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 2012-2016 (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 tréso. 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 tréso. 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'Augmentation de Capital Réservée. Le cours de clôture s'est établi à 2,41 € le 26 juin 2017, première séance post annonce de l'Opération, et à 2,44 € le 22 août 2017⁴.

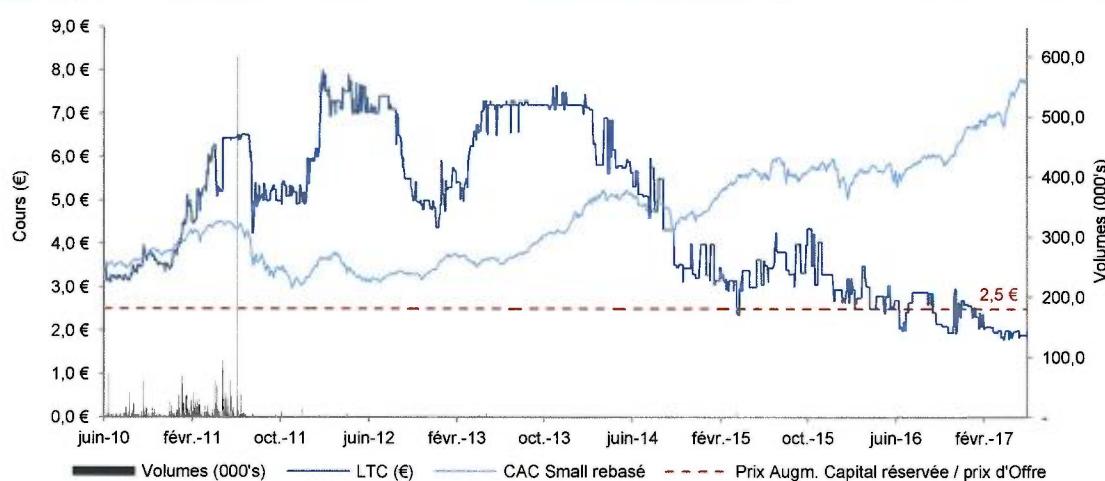
Depuis l'annonce de l'Opération, le cours du titre LTC n'a jamais dépassé 2,50 €, prix d'émission des nouvelles actions dans le cadre de l'Augmentation de capital Réservée, et prix qui sera proposé aux actionnaires lors de l'OPAS à venir.

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)



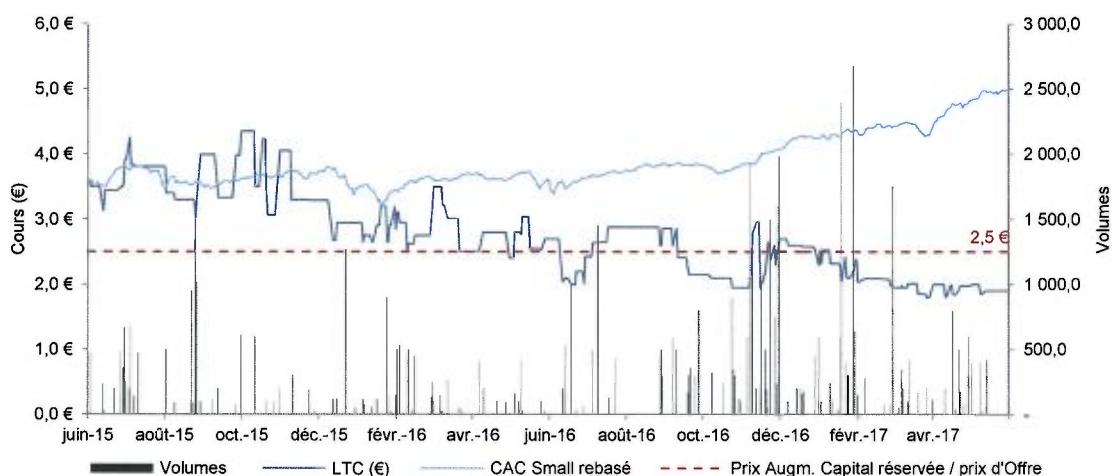
Sources : Capital IQ, Associés en Finance

⁴ Dernier jour du mois d'août au cours duquel une transaction a été enregistrée

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'Opération⁵) : 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**.

⁵ 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 2017⁶

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*⁷, relativement significatif par rapport au cours de l'action.

⁶ 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

⁷ 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

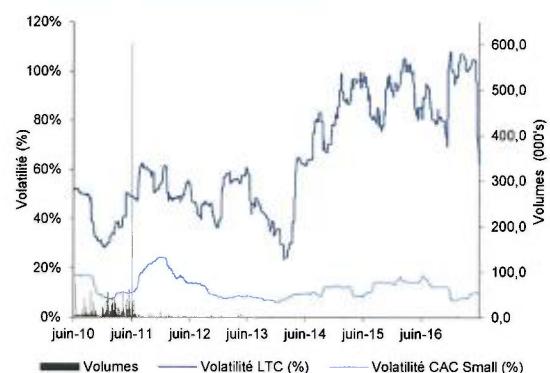
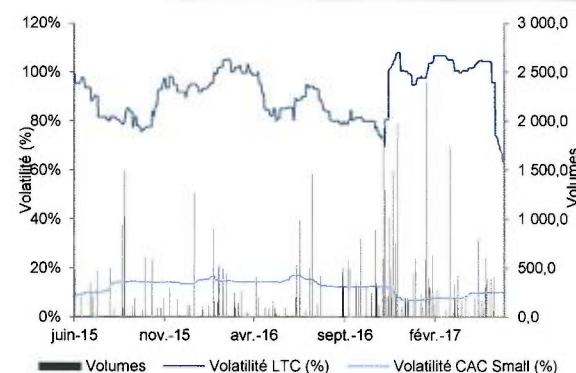


Figure 12
Volatilité 6 mois du cours de l'action Le Tanneur et de l'indice CAC Small sur la période 2015 - 2017



Sources : CapitalIQ, Associés en Finance

Prime extériorisée par le prix de l'Augmentation de Capital Réservée

Le prix de l'Augmentation de Capital Réservée 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'Augmentation de Capital Réservée

Données boursières	Cours (€)	Ecart
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%
<i>Plus haut sur 12 mois</i>	7-déc.-16 2,96	(15,5%)
<i>Plus bas sur 12 mois</i>	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 2016R	EBIT 2016R	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
		2016R	2016R			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Burberry Group	Royaume-Uni	2 932,5	570,1	430,0	20,6%	22,3%	23,4%	15,7%	17,2%	18,1%	
Hugo Boss	Allemagne	2 692,8	460,7	345,3	18,2%	18,5%	19,0%	12,4%	12,7%	13,3%	
TOD'S	Italie	1 040,0	174,5	132,0	17,0%	17,7%	18,3%	12,0%	12,7%	13,3%	
Prada	Italie	3 184,1	636,4	431,2	22,1%	22,9%	22,6%	15,1%	16,2%	16,5%	
Coach	Etats-Unis	3 782,5	728,6	551,2	23,6%	24,9%	26,0%	18,6%	20,0%	21,0%	
Salvatore Ferragamo	Italie	1 437,9	319,2	262,1	19,9%	21,4%	22,4%	15,8%	17,0%	18,2%	
Samsonite	Etats Unis	2 366,7	392,9	317,8	16,5%	17,5%	18,2%	13,1%	14,3%	15,0%	
Moyenne					19,7%	20,7%	21,4%	14,7%	15,7%	16,5%	
Médiane					19,9%	21,4%	22,4%	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 d'entreprise	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
	boursière	2017E		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Burberry Group	7 916,8	7 049,5	2,3x	2,2x	2,1x	11,3x	10,0x	9,0x	14,8x	13,0x	11,6x	
Hugo Boss	4 630,3	4 764,0	1,7x	1,7x	1,6x	9,5x	9,0x	8,3x	13,9x	13,1x	11,8x	
TOD'S	1 924,2	1 981,0	1,9x	1,9x	1,8x	11,4x	10,5x	9,6x	16,2x	14,7x	13,2x	
Prada	7 779,4	7 813,9	2,4x	2,3x	2,1x	10,7x	9,9x	9,5x	15,6x	14,0x	13,0x	
Coach	10 752,8	10 379,6	3,0x	2,7x	2,5x	12,5x	11,0x	9,7x	15,9x	13,6x	12,0x	
Salvatore Ferragamo	4 090,8	4 136,7	2,7x	2,6x	2,4x	13,8x	12,0x	10,6x	17,4x	15,1x	13,0x	
Samsonite	4 876,9	6 231,2	2,1x	1,9x	1,7x	13,0x	10,9x	9,4x	16,3x	13,3x	11,4x	
Moyenne			2,3x	2,2x	2,0x	11,7x	10,5x	9,4x	15,7x	13,8x	12,3x	
Mediane			2,3x	2,2x	2,1x	11,4x	10,5x	9,5x	15,9x	13,6x	12,0x	

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, la valeur obtenue serait 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	Nom	% 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 du prix de l'Augmentation de Capital Réservée par rapport à la valeur intrinsèque de l'action LTC, la Société est valorisée par ces deux méthodes au 31 août 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 deux nouveaux donneurs d'ordres, Moreau et Ralph & Russo. 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 distribution⁸. Les charges fixes de cette activité sont

⁸ Le développement à l'export nécessitera des partenaires pour la distribution.

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.

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 première⁹. 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 :

⁹ 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

-
- 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 +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 est donc de 4 277 036 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*.

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

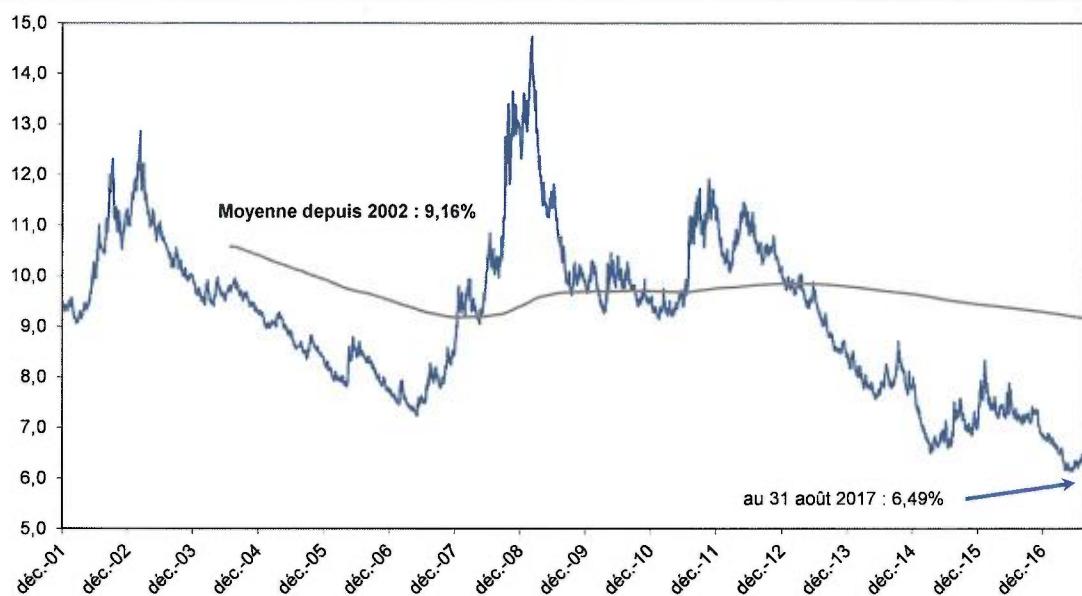
Le coût du capital (*DCF to Firm*) et le coût des fonds propres de LTC (*DCF to Equity*) ont été estimés conformément à la méthodologie utilisée par Associés en Finance pour son modèle Trival®.

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 août 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 capitaliste.
- Le risque sectoriel s'élève à 0,66 à fin août 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 31 août 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 6,80. 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 31 août 2017, le coût des fonds propres après impôt s'établit à 6,31% pour une action de risque moyen et de liquidité moyenne¹⁰. 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 13,41 % pour LTC. 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	6,31%
	Impact du risque de LTC (1,33)	5,91% x (1,33 - 1)
	Impact de l'iliquidité de LTC (6,8)	0,88% x (6,8 - 1)
	Total Coût des fonds propres LTC	13,41%

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 0,66) ;
- 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 à fin août 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 2,80.

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

¹⁰ Il intègre une prime de risque de 5,91% par unité de risque et une prime d'iliquidité de 0,88% par unité d'iliquidité.

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 31 août 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 5,72% après impôt¹¹.

Après application des coefficients propres à Le Tanneur (coefficient de risque opérationnel de 0,96 et coefficient de taille de 2,80) aux paramètres de marché, le coût du capital après impôt de LTC s'établit à 10,47%. 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**

Coût du capital	Moyenne sur trois mois	Paramètres spécifiques LTC
Coût du capital Marché	5,72%	5,72%
Impact du risque de LTC (0,96)	6,04% x (0,96 - 1)	-0,22%
Impact de la taille de LTC (2,8)	2,76% x (2,8 - 1)	4,98%
Total Coût du capital LTC		10,47%

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 31 août 2017**

	<i>Valorisation</i>	M€
	Valeur d'entreprise	24,5
<i>DCF to firm</i>	Valeur des fonds propres de Le Tanneur	7,4
	Nombre d'actions Le Tanneur (Millions)	4,28
	Valeur par action Le Tanneur	1,72 €
	Prix de l'Augmentation de Capital Réserve	2,50 €
	<i>Ecart par rapport à la valeur par action (en %)</i>	45,2%
<i>DCF to Equity</i>	<i>Valorisation</i>	M€
	Valeur des fonds propres de Le Tanneur	6,6
	Nombre d'actions Le Tanneur (Millions)	4,28
	Valeur par action Le Tanneur	1,55 €
	Prix de l'Augmentation de Capital Réserve	2,50 €
<i>Ecart par rapport à la valeur par action (en %)</i>		60,9%

Source : Associés en Finance

¹¹ Il intègre une prime de risque opérationnel de 6,04% par unité de risque et une prime de taille de 2,76% par unité de taille.

Au 31 août 2017, la méthode *DCF to Firm* aboutit à une valorisation de 1,72 € par action Le Tanneur. Le prix de l'augmentation de Capital Réservée est ainsi supérieur de +45,2% 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 1,55 € par action Le Tanneur. Le prix de l'augmentation de Capital Réservée est ainsi supérieur de +60,9% à cette valorisation.

Le prix d'émission des nouvelles actions dans le cadre de l'augmentation de capital réservée à Tolomei s'établit ainsi à un niveau très supérieur à la valeur intrinsèque de l'action LTC en *stand-alone*.

III.C.5. Analyse de sensibilité de la valorisation

Sensibilité au taux d'actualisation

Le Tableau 14 présente les résultats de la valorisation 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 à fin août 2017.

Tableau 14
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 à fin août 2017
DCF to firm	<i>Coût du capital de la Société</i>	10,0%	10,5%	11,0%	10,9%	11,1%
	Valeur d'entreprise (M€)	25,9	24,5	23,2	23,4	23,0
	Valeur des fonds propres (M€)	8,7	7,4	6,1	6,3	5,8
	Valeur par action (€)	2,04	1,72	1,43	1,46	1,37
	Ecart : prix de l'AKR par rapport à la valorisation	22,3%	45,2%	75,2%	71,0%	82,8%
		Sensibilité au coût des fonds propres				
		Taux central -0,5%	Moyenne 3 mois	Taux central + 0,5%	Moyenne 6 mois	Spot à fin août 2017
DCF to Equity	<i>Coût des fonds propres de la Société</i>	12,9%	13,4%	13,9%	14,2%	14,8%
	Valeur des fonds propres (M€)	7,3	6,6	6,1	5,8	5,2
	Valeur par action (€)	1,70	1,55	1,43	1,35	1,23
	Ecart : prix de l'AKR par rapport à la valorisation	47,5%	60,9%	75,4%	85,3%	103,7%

Source : Associés en Finance

Notes : AKR = Augmentation de capital réservée

Du fait du poids actuel de l'endettement de la Société, la valeur des fonds propres de la Société est très sensible au taux d'actualisation utilisé.

Cependant, quelle que soit la période considérée, le prix de l'Augmentation de Capital Réservée à Tolomei est supérieur à la valorisation intrinsèque de LTC en *stand-alone*. Le prix d'émission des actions nouvelles émises au profit de Tolomei est dès lors équitable pour l'actionnaire minoritaire de LTC. S'il est logique que le prix payé par Tolomei soit supérieur à la valeur intrinsèque de LTC, afin d'intégrer la prime résultant de la prise de contrôle de LTC par Tolomei, il convient de noter que ce prix d'émission s'établit à une valeur significativement plus élevée que la valorisation intrinsèque ressortant des travaux de valorisation présentés ci-dessus.

III.C.6. Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie post Augmentation de Capital Réservée

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 Réservée sur les nombre d'actions, les flux prévisionnels et le coût des ressources de financement

L'Augmentation de Capital Réservée 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 Réservée de 8 597 036.

La trésorerie brute de 10,8 M€ résultant de l'Augmentation de Capital Réservée 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 Réservée 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 Réservée 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.

Le coût des ressources de financement post Augmentation de Capital Réservée est établi sur la base du cours de clôture de l'action au 31 août 2017. Sur la base des primes moyennes sur 3 mois au 31 août 2017, le coût du capital après impôts obtenu par Associés en Finance s'établit à 10,27% et le coût des fonds propres après impôts à 11,85%.

Résultats de la valorisation post Augmentation de Capital réservée

Valorisation au 31 août 2017 de Le Tanneur par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity* post Augmentation de Capital Réservée

	<i>Valorisation</i>	M€
	Valeur d'entreprise	25,1
	- Dettes nettes	(14,9)
	- Engagements de retraite fiscalisés	(1,8)
	- Provisions et passifs non courants nets	(0,4)
	- Minoritaires	-
<i>DCF to firm</i>	+ Cash généré par l'Augmentation de Capital réservée	10,8
	Valeur des fonds propres de Le Tanneur	18,7
	Nombre d'actions Le Tanneur (Millions)	8,60
	Valeur par action Le Tanneur	2,18 €
	<i>Ecart par rapport à la valorisation intrinsèque hors aug. Capital</i>	<i>26,6%</i>
	<i>Valorisation</i>	M€
	Valeur des fonds propres de Le Tanneur	15,0
<i>DCF to Equity</i>	Nombre d'actions Le Tanneur (Millions)	8,60
	Valeur par action Le Tanneur	1,75 €
	<i>Ecart par rapport à la valorisation intrinsèque hors aug. Capital</i>	<i>12,6%</i>

Source : Associés en Finance

Au 31 août 2017, l'Augmentation de Capital Réservée occasionne des revalorisations respectives de l'action Le Tanneur de +26,6% et +12,6% par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*. Ainsi, pour les deux méthodes utilisées, l'Augmentation de Capital Réservée occasionne une revalorisation de la valeur de l'action Le Tanneur pour l'actionnaire minoritaire.

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

III.D. Références d'évaluation

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. La dernière augmentation de capital de LTC remonte 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. 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 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 se décompose en 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€, à l'issue de laquelle Tolomei devrait détenir 50,2% du capital. Cette première étape permettra 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 l'Augmentation de Capital Réservée, dont fait l'objet la présente attestation d'équité, s'inscrit dans le cadre de l'article 261-3 du Règlement général de l'AMF qui prévoit la nomination volontaire par la Société d'un expert indépendant. Elle sera complétée par une attestation d'équité relative au prix de l'OPAS à venir, au moment du dépôt auprès de l'AMF du projet d'Offre.

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'Augmentation de Capital Réservée de 2,5 € par action extériorise :

- des primes comprises entre +30,6% sur le cours moyen pondéré sur un mois et +29,9% sur le cours moyen pondéré sur douze mois, en retenant une période de référence arrêtée au 23 juin 2017, précédant l'annonce de l'Opération ;
- des primes de +45,2% et +60,9% 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.

Tableau 15
Comparaison des valorisations obtenues pour Le Tanneur par les différentes méthodes et écart par rapport au prix de l'Augmentation de Capital Réservée

		Valeur par action (€)	Prime induite par le prix d'émission de l'augmentation de capital réservée et le futur prix d'Offre
Etat au 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 prévisibles	<i>DCF to Firm</i>	1,72 €	45,2%
	<i>DCF to Equity</i>	1,55 €	60,9%

Source : Associés en Finance

Associés en Finance a également analysé l'impact de l'Augmentation de Capital Réservée sur la valeur intrinsèque. Au 31 août 2017, l'intégration de l'Augmentation de Capital Réservée à la modélisation occasionne des revalorisations respectives de l'action de +26,6% et +12,6% par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*.

Le prix de l'Augmentation de Capital Réservée 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 prise en compte de l'Augmentation de Capital Réservée dans la modélisation, qui réduit fortement l'endettement de la Société et améliore la liquidité du titre, extériorise un effet « relatif » sur la valeur pour l'actionnaire de Le Tanneur.

Les termes et conditions de l'Augmentation de Capital Réservée à Tolomei sont donc équitables vis-à-vis des actionnaires de Le Tanneur.



Philippe Leroy
Président d'Associés en Finance

V. 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 et Détroyat Associés réside dans leur 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.

Associés en Finance, Détroyat et Jacquillat Associés suit de nombreux groupes dans le secteur des matières premières, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

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 16 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 16
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	SIPH	Michelin	Oddo & Cie	OPR
juin-17	Fimalac	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 María	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'édition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Crédit 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 Développement	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 1er septembre 2017. Le présent rapport a été établi sur la base des cours au 31 août 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
- Bertrand de Cordoué, Natixis
- Françoise Negroni, Natixis
- Sébastien Santony, Natixis
- Sophie Debay, 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**

- 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 ;
- 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 ;
- analyse du projet de note d'information ;
- examen des procès-verbaux de Conseil d'Administration depuis 2014.

■ **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.

VI. 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.

VI.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 de 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'étageant 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 minoraires, 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 impôts 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%.

VI.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 Détroyat 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).

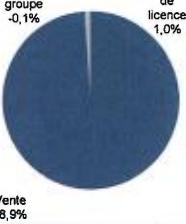
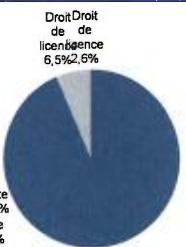
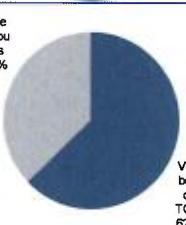
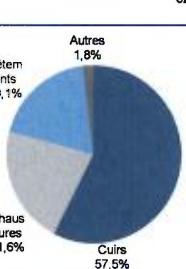
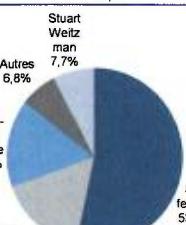
L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

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.

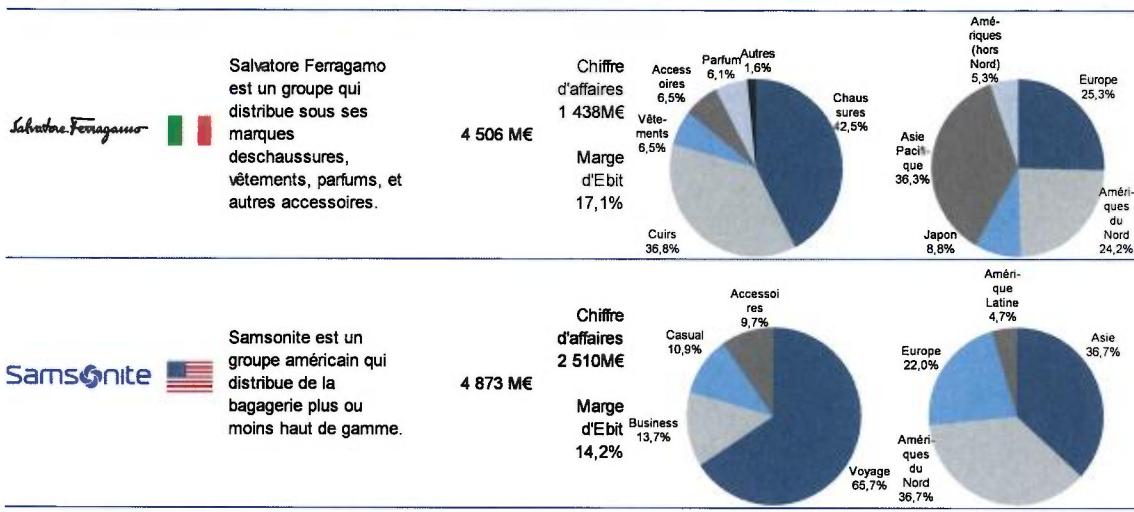
VII. Annexe 3 : présentation des sociétés de l'échantillon

Tableau 17
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 075M€ Marge d'Ebit 15,7%	Intra-groupe -0,1% Droit de licence 1,0% Vente 98,9%	 RU 10,9% Etats-Unis 20,8% Reste du Monde 53,3% Chine 15,0%
		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 693M€ Marge d'Ebit 12,1%	Droit de licence 6,5% Vente 97,4% Vente 93,5%	 Reste du Monde 7,9% Asie 13,3% Europe 23,4% Etats-Unis 16,3% All. 16,7% Amériques (hors EU) 40,0%
		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 040M€ Marge d'Ebit 12,7%	Vente distributeurs 37,2% Vente boutique TOD'S 62,8%	 Italie 31,0% Europe (hors Italie) 24,9% Amériques 9,6% China 20,9% Reste du Monde 13,5%
		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 184M€ Marge d'Ebit 15,1%	Vêtements 19,1% Chaussettes 21,6% Cuir 57,3% Autres 1,8%	 Europe 37,9% Asia (hors Japon) 31,6% Amériques 14,6% Japan 12,4% Reste du Monde 3,4%
		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 011M€ Marge d'Ebit 18,6%	Stuart Weitzman 7,7% Autres 6,8% Accessoire femme 16,1% homme 17,5% Sac femme 53,3%	 Reste du Monde 46,6% Amériques du Nord 53,4%

Source : Associés en Finance

Tableau 18
Présentation de l'échantillon de sociétés comparables retenues (partie 2)



Source : Associés en Finance

VIII. 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 propres de 896,4 M£. Jimmy Choo est une marque qui distribue des chaussures de luxe, notamment connue 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 ordinaires 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 conclus 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.