

Expertise Indépendante

dans le cadre du projet de renforcement
et de restructuration du capital de Lafuma
annoncé le 4 octobre 2013

Novembre 2013

Transaction Support & Advisory

Forensics, Litigation & Arbitration

Valuation & Fairness Opinion

Corporate Recovery Services

Economics & Business Analysis

Expertise indépendante dans le cadre du projet de renforcement et de restructuration du capital de Lafuma annoncé le 4 octobre 2013

Le 4 octobre 2013, *Lafuma* (la « Société », le « Groupe »), société cotée sur le compartiment C de la bourse *NYSE Euronext* à Paris, a annoncé un projet de renforcement et de restructuration de son capital en trois étapes.

La première étape est une augmentation de capital de 35 m€, au prix unitaire de 14 €, réservée à l'un des principaux actionnaires de la Société, *Calida Holding AG*, société mère de *Calida France* (« *Calida* », « l'Initiateur »), *Calida France* détenant déjà 15,3% du capital (12,97% des droits de vote). Outre *Calida France*, il existe quatre autres actionnaires significatifs : *Comir*, *CDC Elan Entreprises PME*, M. Jean-Pierre Millet et *BNP Paribas Fortis*, détenant respectivement 20,0%, 14,6%, 11,8% et 7,0% du capital, soit 53,4% au total du capital (59,6% des droits de vote). Le flottant représente le solde, soit 30,7% du capital.

La deuxième étape, conséquence directe de la bonne fin de la première, est une offre publique initiée par *Calida*. A l'issue de l'augmentation de capital réservée et compte tenu de l'abandon de droits de vote double qui fera également l'objet d'une décision de l'AGE, *Calida* détiendrait 50,6% du capital et des droits de vote de *Lafuma* et aurait donc franchi à la hausse les seuils de 30% et 50% du capital. Conformément à la réglementation boursière, *Calida*, déposerait une offre publique d'achat simplifiée (« l'Offre », « l'OPAs ») sur la totalité du capital; le prix d'offre envisagé de 14 € (« le Prix d'Offre ») correspondant précisément au prix de souscription à l'augmentation de capital réservée. *Calida* a également précisé que, à l'issue de cette offre et à supposer que les résultats le permettent, elle n'avait pas l'intention de demander un retrait obligatoire des actions de la Société.

La troisième étape consiste en une seconde augmentation de capital d'un montant de 10 m€ avec maintien du droit préférentiel de souscription et un prix d'émission de 9 €. Pour les actionnaires de la Société qui auraient décidé de ne pas profiter de la liquidité offerte par l'OPAs et qui se porteraient acquéreurs de droits de souscription sur le marché, cette dernière étape est un moyen de réduire la dilution consécutive à l'augmentation de capital réservée.

Ces trois étapes, qui sont interdépendantes, sont désignées ci-après l'Opération.

La Société a décidé de mandater un expert indépendant avec un double objectif : (i) fournir au Conseil d'Administration un éclairage sur les conditions financières envisagées pour l'augmentation de capital réservée et l'OPAs, (ii) répondre aux exigences éventuelles de la réglementation boursière.

S'agissant de l'augmentation de capital réservée, le Conseil d'Administration de la Société a souhaité se placer sous la disposition de l'article 261-2 du Règlement Général de l'AMF : « *Tout émetteur qui réalise une augmentation de capital réservée avec une décote par rapport au cours de bourse supérieure à la décote maximale autorisée en cas d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription et conférant à un actionnaire, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, le contrôle de l'émetteur au sens de l'article L. 233-3 dudit code, désigne un expert indépendant qui applique les*

dispositions du présent titre. » En effet, alors même que le prix proposé pour l'augmentation de capital réservée ne présente pas de décote significative par rapport aux cours de bourse enregistrés lors des trois jours précédant l'annonce de l'Opération, le Conseil d'Administration a néanmoins souhaité obtenir l'avis d'un expert indépendant avant de convoquer une assemblée générale appelée à se prononcer sur les conditions financières d'une opération ayant pour effet le transfert du contrôle de la Société dans les mains de *Calida* et entraînant pour tous les autres actionnaires une réduction significative de leur taux de participation.

S'agissant de l'offre publique d'achat simplifiée, l'obligation faite à une société visée par une offre de désigner un expert indépendant résulte du principe général énoncé dans l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF : « *la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant 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 mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre* ». Dans le contexte de l'OPAs susmentionnée, la nomination d'un expert indépendant est ainsi requise au titre de l'alinéa I-1 de ce même article : « *la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre.* »

Le présent rapport d'expertise est donc une « attestation d'équité » au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Notre mission d'expertise s'inscrit uniquement dans ce cadre à l'exclusion de tout autre contexte fondé sur d'autres lois ou réglementations étrangères.

Ce rapport est structuré en cinq parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des dix-huit derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente le portefeuille d'activités de la Société et ses perspectives de développement à travers une analyse financière historique et prévisionnelle. La troisième partie précise le contexte de l'Opération ; après une description de la vie boursière du titre *Lafuma* sur la période récente, elle examine la nature de l'Opération et définit les objectifs de notre mission. La quatrième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances, et détermine ensuite, sur la base des estimations obtenues, la rentabilité espérée par *Calida* sur les capitaux investis dans le cadre de l'Opération. La cinquième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières de l'Opération pour les actionnaires de la Société.

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, en Amérique du Nord et en Inde, *Accuracy* propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Fort de une équipe de plus de 200 consultants (dont une centaine à Paris), *Accuracy* dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des dix-huit derniers mois, *Accuracy* a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis avril 2012

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
juil.-13	Club méditerranée	Axa PE, Fosun	Offre publique d'achat	Société générale, Natixis, Crédit Agricole
juin-13	Gfi Informatique	Infofin Participations	Offre publique d'achat obligatoire	Natixis
avr.-13	Oeneo	Andromède	Offre publique d'achat	Crédit du Nord, Société Générale
avr.-13	Plantation des Terres Rouges	Bolloré	Retrait Obligatoire (Bourse de Luxembourg)	Mediobanca
avr.-12	Entrepose Contracting	Vinci	Offre publique d'achat simplifié suivie d'un retrait obligatoire	Crédit Agricole CIB

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, requis par ce type de mission.

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée conjointement par Bruno Husson et Henri Philippe (associés), avec le concours de Christophe Schmit (associé) qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson

est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il est également Professeur Affilié du *Groupe HEC*, au sein duquel il enseigne la finance d'entreprise depuis 1977.

Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de plus de 15 ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à l'ensemble des opérations citées ci-dessus. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la *Wake Forest University* et d'un doctorat en finance de l'*Université Paris-Dauphine* ; il est également chargé de cours au *Groupe HEC*, à l'*Ecole Nationale des Ponts & Chaussées* et à l'*Université de Paris-Dauphine*.

Christophe Schmit, dispose d'une expérience professionnelle de près de 20 ans dans le domaine de l'expertise financière et intervient régulièrement dans des procédures d'arbitrage. Christophe Schmit est diplômé d'HEC et du DESCF.

L'équipe associée à cette mission comprend en outre un manager diplômé d'HEC disposant d'une expérience de six ans dans le domaine du conseil financier, et un consultant junior.

1.3. Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 80 000 € hors taxes.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du contexte de l'Opération, notamment de la vie boursière de l'action sur la période récente et de la liquidité du marché du titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers ;
- analyse financière historique de la Société et d'un échantillon de sociétés cotées comparables à partir des documents de référence ou rapports annuels de la période récente ;
- analyse des prévisions élaborées par le management de la Société sur la période 2014-2018 (« le Plan d'affaires ») ;
- entretiens avec le Président directeur général (présentation de la Société, de son historique, de son potentiel de développement propre, des choix stratégiques envisagés, etc.) ;

-
- entretiens avec le directeur financier de la Société, notamment lors d'une réunion de travail sur le site d'Anneyron le 21 octobre 2013 ;
 - examen critique des références d'évaluation représentées par les cours boursiers des actions et les prix cibles (*target price*) des analystes financiers ;
 - évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables) ;
 - dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres ;
 - dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes ;
 - analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société ;
 - revue critique des éléments d'appréciation du prix d'offre fournis par *Gilbert Dupont* dans la perspective de l'OPAs pour le compte de *Crédit du Nord*, banque présentatrice de l'offre (« la Banque ») ;
 - rédaction du présent rapport d'expertise et présentation de ses conclusions au Conseil d'Administration de la Société lors de sa séance du 12 novembre 2013.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

1.5.2. Calendrier de l'étude

Accuracy a été contactée par la Société le 4 octobre 2013 et formellement mandatée en vertu d'une lettre de mission signée le 11 octobre 2013. Notre mission s'est déroulée du 11 octobre 2013 au 7 novembre 2013, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des contacts réguliers avec le management de la Société (président directeur général et directeur financier) ; celui-ci est revenu sur les événements de la période récente, les différentes opérations d'acquisition et de cession, la constitution des différents pôles d'activité. Il nous a par ailleurs commenté la situation actuelle de la Société, expliqué la réorganisation opérationnelle et la restructuration financière en cours et donné sa vision sur les développements à venir.

1.5.3. Liste des principales personnes rencontrées au cours de la mission

- Felix Sulzberger, Président directeur général de *Lafuma*, Directeur général de *Calida*, Président directeur général d'*Aubade*
- Thomas Stöcklin, Directeur financier, *Calida*
- Rémi Weidenmann, Directeur financier, *Lafuma*
- Pascale Girard, Avocate au sein du Cabinet *Villey Girard Grolleaud*

-
- Jean-Pierre Millet, Administrateur, *Lafuma*
 - Olivier Diaz, Avocat au sein du Cabinet *Darrois Villey Maillot Brochier*
 - Audrey Nodin-Parsons, Directeur Opérations de Marché, *Gilbert Dupont*

1.5.4. Informations utilisées

Outre les informations publiques disponibles, nos travaux se sont appuyés sur les informations confidentielles communiquées par la Société et ses conseils.

Les principales informations utilisées peuvent être classées comme suit :

- documents de référence de la Société (exercices 2012 et antérieurs), comptes 2013 définitifs de la Société ainsi que les documents de référence ou rapports annuels des sociétés cotées comparables ;
- présentations aux investisseurs des résultats annuels (S1 2013, exercices 2012 et antérieurs) ;
- Plan d'affaires 2014-2018 présenté lors du comité stratégique du Conseil d'Administration du 5 juin 2013 (le « Plan d'affaires ») et version revue de ce plan datée d'octobre 2013 ;
- rapport d'évaluation, élaboré par *DC Advisory* en date du 21 septembre 2012 ;
- procès-verbaux des Conseils d'Administration des deux dernières années (à partir du 2 février 2011) ;
- études et notes publiées par des analystes financiers sur la Société au cours de la période récente ;
- éléments d'appréciation du prix d'offre fournis par *Gilbert Dupont* dans la perspective de l'OPAs ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg*, et *Mergermarket* : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables pour l'estimation du coefficient bêta du portefeuille d'activités de la Société, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles clés des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières, données de marché pour la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables (prix des transactions, éléments financiers des cibles, multiples implicites des opérations identifiées).

1.5.5. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que toutes les informations (de nature économique, juridique, comptable et financière) que la Société ou ses conseils nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par le management de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de chaque segment d'activité, des explications orales données par le management sur leurs perspectives de développement et des performances globales observées sur les sociétés cotées comparables.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

2. Présentation de la Société

2.1. Présentation du portefeuille d'activité

Le groupe *Lafuma*, créé en 1930, est aujourd'hui structuré autour de quatre marques principales, réparties en trois pôles :

- le pôle Montagne - *Outdoor*, qui regroupe les marques *Millet* (achetée en 1995), *Eider* (achetée en 2008) et *Lafuma* ;
- le pôle Mobilier (produits commercialisés sous la marque *Lafuma*) ;
- le pôle Surf (produits commercialisés sous la marque *Oxbow*, achetée en 2005).

En 2012, le Groupe a réalisé 57% de son chiffre d'affaires en France, le solde se répartissant entre Europe (23%, essentiellement Allemagne, Autriche, Benelux et Italie), Asie (15%, notamment au Japon avec Millet) et Amérique du Nord (3%).

La Société dispose d'un outil de production qui assure environ 35% des ventes, avec une usine à Anneyron, modernisée en 2008, qui réalise la totalité de la production du pôle Mobilier, deux usines textile en Tunisie et en Hongrie et une usine équipements en Chine. Les produits non fabriqués dans les usines du Groupe sont achetés auprès de sous-traitants, essentiellement en Asie, par la centrale d'achat du Groupe, *LAFPRM*.

Le pôle Montagne - Outdoor

Le pôle Montagne - *Outdoor* représente l'essentiel du chiffre d'affaires du groupe (59% en 2012 dont 29% sous la marque *Millet*, 10% sous la marque *Eider* et 20% sous la marque *Lafuma*). Le positionnement de ces trois marques est relativement complémentaire : *Millet* et *Eider* proposent des produits « techniques » et « haut de gamme », *Millet* étant d'avantage orientée « alpinisme » et « été » et *Eider* davantage « ski » et « hiver ». Face à ces deux marques emblématiques, *Lafuma* a un positionnement moins technique avec des prix en milieu de gamme.

Les ventes du pôle Montagne - *Outdoor* sont réalisées à hauteur de 80% en *wholesale*, soit à des enseignes de distribution spécialisées (*Intersport*, *Sport 2000*, etc.), soit à des détaillants, en France et à l'étranger. Le solde des ventes est réalisé via le réseau de distribution du Groupe (magasins de marque propre, magasins d'usine, site internet).

Le pôle Mobilier

Le pôle Mobilier représentait, en 2012, 17% du chiffre d'affaires du Groupe. La totalité de ce chiffre d'affaires est réalisé avec des grandes surfaces de distribution (hypermarchés, bricolage, jardinage).

Sur un marché du mobilier d'extérieur dominé à 80% par des marques « blanches », *Lafuma* est l'une des seules marques bénéficiant d'une notoriété significative en France et se distingue par une présence essentiellement sur un produit, la « Relaxe » (environ 50% des ventes du pôle). L'activité de ce pôle est marquée par une forte saisonnalité (achats d'été), amplifiée par une sensibilité à la météo et par les politiques de gestion de stocks des grandes surfaces.

Le pôle Surf

Le pôle Surf représentait, en 2012, 24% du chiffre d'affaires du Groupe. Les ventes d'*Oxbow* sont réalisées majoritairement en *wholesale*, principalement avec quelques grandes enseignes (*Intersport, Sport 2000*). La marque dispose également de son propre réseau de distribution qui compte une vingtaine de magasins et réalise 30% des ventes totales.

Le marché du Surf, porteur dans les années 1990 et 2000, est aujourd'hui en décroissance avec des acteurs historiques en difficultés (*Quicksilver, Billabong*) qui se repositionnent vers le *sportswear* et la mode. Dans ce contexte, la stratégie d'*Oxbow* consistant à développer des collections sportives et techniques (principalement pour répondre aux demandes de grands clients) s'est révélée inefficace, à contre-courant des tendances du marché depuis 2010. Le pôle connaît donc une performance commerciale médiocre depuis quelques années.

2.2. Analyse financière historique

Comme on va le voir, la performance financière du Groupe au cours des cinq dernières années est marquée par la décroissance du chiffre d'affaires (tiré à la baisse par la chute des ventes *wholesale*) et la faiblesse structurelle des niveaux de marge opérationnelle (conduisant à un niveau insuffisant de la rentabilité des capitaux investis). La présente section s'attache à mettre cette performance financière historique en perspective avec le contexte de marché dans lequel évolue la Société.

Un marché français dominé par les grandes enseignes de distribution qui s'intègrent en amont via leurs marques propres

Le marché français reste le principal marché de *Lafuma*, la Société y réalise près de 60% de son chiffre d'affaires. Depuis les années 2000, ce marché a connu une évolution défavorable pour la Société (cette évolution est identique dans le reste de l'Europe occidentale, où la Société réalise 20% de son chiffre d'affaires), car les grands distributeurs de textile et équipements *outdoor*, qui sont aussi les principaux clients de la Société, ont progressivement développé leurs marques propres (*Déathlon*, mais aussi *Intersport, Go Sport, Sport 2000, Sed Twinner*). Le succès de ces développements a accéléré la concentration dans la distribution des produits *outdoor*, les cinq enseignes susmentionnées totalisant 80% (45% pour *Déathlon*) du chiffre d'affaires réalisé par les enseignes spécialisées en France.

Cette domination du marché par quelques enseignes et leur intégration progressive dans le *sourcing*, la conception voire la production des produits en amont, s'est traduit pour *Lafuma* par une diminution des volumes commandés par ces enseignes et une diminution des marges (conséquence d'une pression sur les prix et du développement de produits bon marché).

Dans le même temps, le marché de l'*outdoor* a connu l'irruption de nouveaux concurrents, à savoir les grandes marques internationales généralistes du sport (*Addidas, Nike* par exemple) accroissant ainsi la concurrence sur les segments de marché exploités par *Lafuma*, de plus en plus étroits chez les grandes enseignes spécialisées, fragilisant encore la position concurrentielle de la Société.

Une forte dépendance aux gros clients *wholesale* et une faiblesse relative du réseau de distribution propre

Face à ces évolutions, certains acteurs du marché *outdoor* (*Moncler* par exemple) se sont adaptés en opérant un repositionnement sur le haut de gamme et en développant leur propre réseau de distribution.

Lafuma n'a pas suivi ce mouvement en continuant à vendre majoritairement en *wholesale* aux grands distributeurs (80% du chiffre d'affaires en 2012, 76% en excluant les ventes du pôle Mobilier) et n'a guère développé son propre réseau de distribution, faute notamment de disposer des ressources financières suffisantes.

Une activité en baisse depuis plusieurs années sous l'effet de la chute des ventes *wholesale* et des difficultés rencontrées par certaines marques

Entre 2008 et 2012 le chiffre d'affaires *wholesale* (hors pôle Mobilier) a chuté de 28%. Seul le pôle Mobilier, qui réalise la totalité de son chiffre d'affaires en *wholesale*, a connu une évolution différente avec une stabilité voire une légère progression des ventes sur la période, *Lafuma* restant la seule marque de référence en France sur un marché dominé par les marques « blanches ».

La diminution des ventes *wholesale* n'a pas été compensée par la hausse des ventes boutiques (+24% sur la même période). En effet, comme on l'a indiqué, alors que le développement des marques propres a poussé de nombreux acteurs du secteur à se repositionner sur le haut de gamme, *Lafuma Outdoor* et *Oxbow* ont conservé un positionnement prix en milieu de gamme. Dans le même temps, si *Lafuma Outdoor* a poursuivi une stratégie cohérente avec une offre peu technique, *Oxbow* a été pénalisée par un positionnement peu clair caractérisé par une gamme Surf très technique et une gamme Vêtements trop généraliste : la marque a perdu 32% de son chiffre d'affaires sur la période.

Au total, entre 2008 et 2012, la diminution des ventes *wholesale* conjuguée avec la mauvaise performance des marques *Lafuma Outdoor* et *Oxbow* s'est traduite par une baisse du chiffre d'affaires du Groupe de 5,6% à périmètre constant.

Une rentabilité médiocre et en baisse en raison de marges brutes insuffisantes et de coûts d'exploitation trop élevés

La baisse de l'activité a eu deux impacts négatifs sur la rentabilité du Groupe.

En premier lieu, elle a pénalisé le niveau de marge brute, car en augmentant le poids relatif et donc le pouvoir de négociation des grands distributeurs, elle a accru la pression sur les prix. De plus, en raison de la diminution des volumes commandés, le Groupe a également pâti de moins bonnes conditions tarifaires de la part de ses fournisseurs. Au total, la Société a perdu 3,5 points de marge brute entre 2007 et 2012. Cette marge se situe aujourd'hui à 43%, soit un niveau sensiblement inférieur au niveau moyen du secteur (le Groupe vise à terme une marge brute supérieure à 50%).

En second lieu, suite à la baisse de l'activité, les coûts d'exploitation (essentiellement fixes) sont devenus trop élevés si bien que le point mort n'est plus atteint sur certains pôles (*Oxbow*, *Lafuma Outdoor*).

Au total, ces deux effets conjugués ont provoqué une baisse significative de la marge d'EBIT : de 3,4% en 2007 à 1,6% en 2012 et à un niveau négatif en 2013.

Des difficultés de financement récurrentes qui ont conduit à céder certains actifs et à limiter l'investissement

La baisse de la profitabilité observée au cours des cinq dernières années est d'autant plus problématique qu'elle s'est conjuguée à un endettement historiquement élevé, notamment suite à l'acquisition d'*Oxbow* en 2005 financée par un endettement bancaire de plus de 100 m€.

Au cours des dernières années, *Lafuma* a dû à deux reprises renégocier son financement avec son pool bancaire afin d'obtenir un allongement des échéanciers de remboursement, et ceci en raison des difficultés prévisibles de la Société à respecter le plan d'amortissement de la dette.

Par ailleurs, en raison de l'insuffisance des flux de trésorerie générés par l'activité courante (situation particulièrement dommageable compte tenu des choix effectués en matière de financement de la croissance externe), la Société a dû trouver des ressources financières alternatives pour réduire son endettement. Elle a ainsi procédé en mai 2009 à une augmentation de capital de 10,4 m€ et réalisé plusieurs opérations de *sale-and-leaseback*, mais a surtout réduit son périmètre d'activité en cédant certaines marques : les marques du Groupe exploitées en licence en Corée en 2009 pour un montant de 18,8 m€, la marque *Le Chameau* en 2012 pour 13,9 m€ et la cession des titres de la joint-venture chinoise fin septembre 2013 pour 7.3 m€ auxquels s'ajoute le remboursement du compte courant pour 1,5 m€.

Ces difficultés de financement ont également contraint la Société à limiter ses investissements, conséquence plutôt dommageable dans le contexte concurrentiel évoqué plus haut qui requiert le développement d'un réseau de distribution propre.

Conclusion : niveau d'activité et rentabilité en baisse structurelle, capacité d'investissement limitée dans un contexte de marché exigeant

La Société est donc mal positionnée et en situation de faiblesse sur un marché de plus en plus concurrentiel. Ses grands clients historiques imposent des conditions tarifaires de moins en moins favorables, ce qui pèse sur la marge brute, ou, pire encore, diminuent leurs commandes afin de favoriser la vente de leurs marques propres.

Conséquence directe de cette situation, au cours des cinq dernières années, la rentabilité des capitaux employés (ROCE pour *Return On Capital Employed*), mesurée à partir d'un résultat opérationnel courant avant impôts et un actif économique ajusté des *goodwills*, est toujours restée à un niveau très nettement inférieur au coût du capital (estimé plus loin à environ 9%). Ce faible niveau de ROCE, conjugué à un endettement financier important, a limité les capacités d'investissement de la Société et notamment retardé la nécessaire adaptation de son modèle économique à un contexte concurrentiel particulièrement exigeant.

2.3. Développements récents et situation financière actuelle

L'exercice 2012-2013 a été marqué par une aggravation des difficultés opérationnelles et financières de la Société et par un changement de stratégie résultant de l'arrivée de Felix Sulzberger au poste de Directeur Général.

L'aggravation des difficultés opérationnelles dans un contexte de marché difficile place la Société dans une situation financière délicate

Après une relative stabilisation du niveau d'activité sur l'exercice 2011-2012, le premier semestre de l'exercice 2012-2013 montre une aggravation des difficultés du Groupe avec un chiffre d'affaires en forte baisse (-15,4% à périmètre et taux de change constants) et un résultat opérationnel courant négatif (-4,3 m€ contre 5,3 m€ au 1^{er} semestre 2012). Le recul des ventes est particulièrement sévère pour le pôle Surf (-35,2%), les produits *Lafuma Outdoor* (-14,5%) et le pôle Mobilier (-18,8%), et moins marqué pour les produits *Millet* et *Eider* (-3%). Le second semestre de l'exercice traduit en revanche une performance meilleure que celle budgétée (mais qui reste nettement dégradée par rapport à celle enregistrée au second semestre 2012).

Malgré un chiffre d'affaires en baisse de 12,3% par rapport à l'exercice 2011-2012 et en retrait de près de 2% par rapport au budget, l'exercice 2012-2013 affiche un résultat opérationnel courant supérieur de 1,4 m€ à celui prévu dans le budget. Si la baisse du niveau d'activité (particulièrement marquée chez *Oxbow* avec une baisse de 29,3% des ventes) s'explique par la mauvaise météo, mais surtout les pertes importantes de clients historiques en *wholesale* et la diminution des volumes de commande dans un contexte économique morose, les redressements du taux de marge brute et de rentabilité opérationnelle sont plus forts qu'initialement prévus dans le Plan d'affaires. Cependant, compte tenu de la prépondérance des coûts fixes dans la structure de coûts, la baisse de l'activité se traduit mécaniquement par une forte dégradation du résultat opérationnel courant, qui ressort tout de même en perte significative sur l'exercice clos au 30 septembre 2013 (-6,6 m€, au lieu d'un bénéfice de 3,6 m€ sur l'exercice précédent).

Ces pertes opérationnelles, conjuguées à une dette financière nette en hausse au 30 septembre 2013, entraînent le non respect des *covenants* bancaires à cette date.

Après des tentatives infructueuses de cession du contrôle de la Société, le changement de directeur général se traduit par un changement de stratégie

En janvier 2012 et au cours des mois suivants, la société coréenne *Eland*, qui est un concurrent directe des distributeurs-proprétaires des marques du Groupe en Corée, a manifesté à plusieurs reprises son intérêt pour une acquisition du contrôle de la Société, mais ces offres avaient alors reçu un accueil mitigé de la part des membres de Conseil d'Administration. A l'été 2012, suite à la proposition d'*Eland* de racheter la Société au prix de de 35 € par action, le Conseil d'Administration et le dirigeant historique Philippe Joffard décident de lancer un processus de négociation en vue d'une cession éventuelle du contrôle de la Société.

Des banquiers conseils sont ainsi mandatés en août 2012 pour travailler sur l'offre d'*Eland* et identifier d'autres acquéreurs potentiels. Cependant, *Eland* renonce finalement à son projet en septembre 2012, tandis que les prises de contact effectuées par les banquiers conseils auprès d'autres investisseurs ne débouchent sur aucune offre concrète.

Fin janvier 2013 Philippe Joffard renonce à son poste de Président directeur général pour prendre le titre de Président non exécutif et accepte de céder à *Calida France* la participation de 15,3% qu'il détient avec sa famille dans le capital de *Lafuma* à un prix de 26 € par action. Dans le même temps, Felix Sulzberger est nommé Directeur



général du Groupe, puis Président directeur général en mars 2013 à la suite de la démission de Philippe Joffard.

Felix Sulzberger élabore alors un projet de redressement opérationnel du Groupe qui passe notamment par la mise en œuvre de deux Plans de Sauvegarde de l'Emploi (PSE) chez *Oxbow* et *Lafuma*. Dans ce cadre, il sollicite le concours de plusieurs cadres du groupe *Calida* ayant acquis une véritable expérience en matière de réorganisation de sociétés textiles, à l'occasion notamment des redressements successifs opérés sous sa direction chez *Calida* en 2001 et chez *Aubade* en 2005 (au lendemain de la reprise de la société par *Calida*). En juin 2013, le projet de redressement opérationnel (le Plan d'affaires) est présenté et validé par le Conseil d'Administration de la Société. En septembre 2013, la clôture de la phase d'information et de consultation des comités d'entreprise de *Lafuma* et d'*Oxbow* rend possible la mise en œuvre des PSE prévue respectivement en novembre 2013 et mars 2014.

2.4. Analyse financière prévisionnelle

Le cœur du projet de redressement opérationnel élaboré par le nouveau Directeur général est l'autonomisation des trois pôles d'activité du Groupe (Montagne - *Outdoor*, Mobilier et Surf), ainsi que le recentrage sur les segments de marché et les clients rentables afin que chaque pôle retrouve une véritable autonomie financière. En termes d'organisation, cet objectif va notamment entraîner la suppression des centres de services partagés et, de ce fait, le redimensionnement de l'activité Holding et la suppression de la centrale d'achat Groupe (*LAFPPROM*). Cette stratégie va également conduire au regroupement de l'ensemble des marques du pôle Montagne - *Outdoor* à Annecy, impliquant le transfert de *Lafuma Outdoor* aujourd'hui implantée à Anneryon, et à l'arrêt de l'activité de la marque *Ober*.

La traduction chiffrée de ce projet est le Plan d'affaires susmentionné qui nous a été communiqué dans le cadre de notre mission et qui intègre par construction les pleins effets attendus de la réorganisation en cours, ainsi que des choix stratégiques initiés par la nouvelle direction du Groupe. Ce plan prévoit une reprise modérée de la croissance de l'activité, accompagnée d'un redressement spectaculaire de la marge opérationnelle, ainsi qu'une augmentation des investissements liés au développement du réseau de distribution propre.

Reprise modérée de la croissance du chiffre d'affaires après la baisse initiale consécutive à la rationalisation des ventes

Les prévisions de chiffre d'affaires sur la période 2015-2018 semblent relativement modestes avec une croissance moyenne de l'ordre de 4% par an, mais ces perspectives masquent une évolution très sensible de la composition du chiffre d'affaires de la Société.

En effet, le Plan d'affaires intègre une rationalisation du portefeuille de clients *wholesale*, qui se traduira dès 2014 par une diminution de près de 80% des ventes *wholesale* de la marque *Lafuma*. Conséquence de cette rationalisation, le chiffre d'affaires 2014 du Groupe est attendu en baisse d'environ 13% par rapport au montant de 2013. Au cours des années suivantes, les ventes *wholesale*, volontairement abandonnées, sont progressivement remplacées par des ventes *retail* grâce à l'ouverture de boutiques en propre.



Hausse spectaculaire de la marge opérationnelle sous le double effet d'une hausse de la marge brute et d'une réduction des coûts d'exploitation

Le Plan d'affaires table sur une amélioration de la marge brute de 5 à 10 points selon les marques. Cette évolution s'explique par la conjugaison de plusieurs facteurs :

- diminution de la part du wholesale chez *Lafuma Outdoor* et *Oxbow* ;
- développement des ventes retail pour l'ensemble des marques ;
- meilleure gestion de la marge brute chez *Millet* et *Eider* en amont de la chaîne de production, avec la fixation d'une marge minimum aux créateurs de collection, accompagnée de renégociations des conditions tarifaires des fournisseurs, ainsi que d'une augmentation des prix de vente, portée par un renforcement du marketing ;
- optimisation des coûts d'approvisionnement consécutive à l'internalisation des achats au sein de chaque pôle (elle-même liée à la suppression de la centrale d'achat Groupe).

Parallèlement, l'autonomisation des pôles devrait se traduire dès 2014 par une réduction des coûts d'exploitation. Cette évolution, qui sera en partie contrebalancée par une hausse des coûts du réseau *retail* et par l'augmentation des dépenses marketing, résultera notamment des évolutions suivantes :

- réduction des frais généraux et notamment des coûts « Holding », désormais limités à l'animation des trois pôles, aux obligations légales et à l'informatique.
- forte réduction des coûts *Oxbow*, avec une adaptation de la structure au niveau d'activité ;
- partage des bonnes pratiques lié au regroupement des activités des marques *Lafuma*, *Millet* et *Eider*, la première apportant un savoir-faire en termes de distribution directe, les deux autres en termes de développement produits et marketing.

Au total, la marge d'EBIT devrait enregistrer une hausse spectaculaire sur la durée du plan en passant de 2,5% en 2014 à 8,9% en 2018, soit un niveau qui reste un peu inférieur au niveau moyen attendu à l'horizon 2015 sur les sociétés cotées comparables (cf. *infra*, section 4.4.2). Il en résulte une amélioration notable de la rentabilité des capitaux employés, le ROCE avoisinant 17% après impôts en fin de plan contre environ 3% en moyenne sur les cinq dernières années.

Conclusion sur le caractère « raisonnable » du Plan d'affaires

Comparativement aux performances financières de la Société sur le passé récent, les objectifs du Plan d'affaires sont ambitieux. Comme toute restructuration, le projet de redressement opérationnel présente des risques d'exécution, notamment sur les premières années du plan. Ainsi, en raison du décalage dans la mise en œuvre du PSE relatif à *Lafuma*, il est d'ores et déjà acquis que l'exercice 2014 enregistrera une moindre réduction des coûts d'exploitation que celle prévue dans le Plan d'affaires.

Afin d'intégrer ces risques d'exécution et celui, avéré, relatif à l'exercice 2014, le management a réalisé en octobre 2013 une version corrigée du Plan d'affaires en ajustant à la baisse les résultats opérationnels de chacune des marques du Groupe, de façon forfaitaire et sur toutes les années du plan. Dans la perspective de nos travaux d'évaluation du Groupe, nous avons néanmoins considéré la version initiale du Plan d'affaires (juin 2013), car nous estimons que cette version est plus proche d'un scénario moyen que la version révisée par le management en octobre 2013.



Autrement dit, ce plan d'affaires révisé reflète à notre avis un scénario plus conservateur pour les deux raisons suivantes.

En premier lieu, le Plan d'affaires a été établi dans le contexte de la forte dégradation de l'activité et des marges enregistrée au premier semestre de l'exercice 2012-2013. Or, le second semestre de l'exercice clos au 30 septembre a plutôt réservé de bonnes surprises par rapport aux estimations établies avant l'été 2013. Ainsi, sur l'ensemble de l'exercice 2012-2013, le résultat opérationnel courant affiche une perte limitée à -6,6 m€ à comparer avec la perte de -8,0 m€ prévue dans le Plan d'affaires. Cette amélioration de la rentabilité est d'autant plus notable qu'elle a été réalisée en dépit d'un chiffre d'affaires inférieur de plus de 2,0 m€ par rapport au montant budgété : elle traduit donc une amélioration du taux de marge brute et un allègement des charges d'exploitation plus forts qu'anticipés initialement sur l'exercice. Dans ces conditions, l'amélioration plus rapide que prévue du mix d'activité (clients rentables vs. clients non rentables) et des taux de marge opérationnelle pourrait compenser en 2014 le décalage déjà avéré dans le plan de réduction des coûts.

En second lieu, sans méconnaître les risques d'exécution relatifs à la réorganisation du Groupe, nous estimons que l'hypothèse de stabilisation de la croissance du chiffre d'affaires à un niveau modéré apparaît prudente au regard du montant des investissements consentis dans le développement du réseau propre. Bien plus, grâce aux deux augmentations de capital prévues dans le cadre de l'Opération et malgré le coût des restructurations supporté principalement en 2014, le Groupe dispose fin 2015 d'une réelle marge de manœuvre financière attestée par le faible montant de l'endettement financier anticipé à cet horizon (levier financier inférieur à 0,1 en valeurs comptables). Autrement dit, le Plan d'affaires n'intègre pas le potentiel de développement qui pourrait résulter de la pleine utilisation des capacités d'investissement du Groupe à l'horizon 2015. Pour autant, une telle hypothèse n'est guère surprenante, car il est normal que le management soit totalement focalisé sur la restructuration prévue sur les deux premières années du plan et soit donc resté très prudent sur la réussite de cette restructuration en limitant les ambitions de développement du Groupe sur les années ultérieures.

3. Analyse du contexte de l'Opération

L'objectif de la présente section est double. Tout d'abord, il s'agit d'examiner comment le cours de bourse de la Société a réagi aux événements qui ont marqué la Société : annonce des difficultés rencontrées par la Société au cours des dernières années, puis annonce au printemps de la restructuration opérationnelle envisagée par le nouveau management et, enfin, tout récemment annonce de la restructuration financière matérialisée par l'Opération. Ensuite, il s'agit d'analyser les caractéristiques de cette restructuration financière pour en examiner, à la lumière des développements précédents, l'impact sur les contours de notre mission et la façon d'apprécier l'intérêt de l'Opération d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société autres que l'Initiateur, et tout particulièrement l'intérêt des conditions financières envisagées pour l'augmentation de capital réservée et l'offre publique subséquente.

3.1. Vie boursière de la Société

3.1.1. Structure de l'actionariat et liquidité du titre

Introduite en bourse en 1997, la Société est cotée depuis lors sur le compartiment C de NYSE Euronext Paris. Au 4 octobre 2013, la capitalisation boursière s'élève à 48 m€, ce qui range la société dans la catégorie des petites valeurs (« *smallcaps* »). Le titre *Lafuma* fait d'ailleurs partie de l'indice *Cac Small*.

S'agissant de la structure de l'actionariat de la Société, un peu plus des deux tiers du capital sont détenus aujourd'hui par cinq actionnaires : *Comir* et *Soparcif* (20,0%), *Calida France* (15,3% suite au rachat du bloc familial Joffard en janvier 2013), *CDC Elan Entreprises PME* (14,6% suite à l'augmentation de capital de mai 2009), J.P Millet (11,8%) et *Fortis BNP Paribas* (7,0%). A ces actionnaires, on peut également associer Felix Sulzberger qui détient 0,6% du capital de la Société. Le solde (30,7%), qui constitue le flottant, représente donc un montant modeste (15 m€) et cela d'autant plus qu'il intègre la participation détenue par des fonds gérées par *Financière de l'Echiquier* (5,95%).

Liquidité du titre Lafuma

	Cours de bourse moyen en €	Volume quotidien moyen		Volume cumulé			En m€
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres	En % du capital	En % du flottant	
25/10/2013	13,85	5 353	0,2 %	5 353	0,2 %	0,5 %	0,1
Dernière semaine	13,86	4 019	0,1 %	16 077	0,5 %	1,5 %	0,2
Depuis annonce opération	13,81	11 987	0,3 %	167 820	4,7 %	15,5 %	2,3
Dernier mois	13,81	9 368	0,3 %	168 045	4,8 %	15,5 %	2,3
3 derniers mois	13,78	2 985	0,1 %	187 215	5,3 %	17,2 %	2,6
6 derniers mois	13,33	2 078	0,1 %	261 056	7,4 %	24,0 %	3,5
12 derniers mois	16,83	2 660	0,1 %	665 484	18,8 %	61,3 %	11,2
12 mois précédant annonce	17,20	2 106	0,1 %	534 964	15,1 %	49,3 %	9,2

Note : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

Source : Bloomberg - 28/10/2013



Conséquence directe de cette situation, le titre *Lafuma* est peu liquide avec des volumes d'échange assez faibles : environ 2 660 titres par jour en moyenne sur les douze derniers mois, ce qui traduit une faible rotation du capital sur 12 mois (0,23).

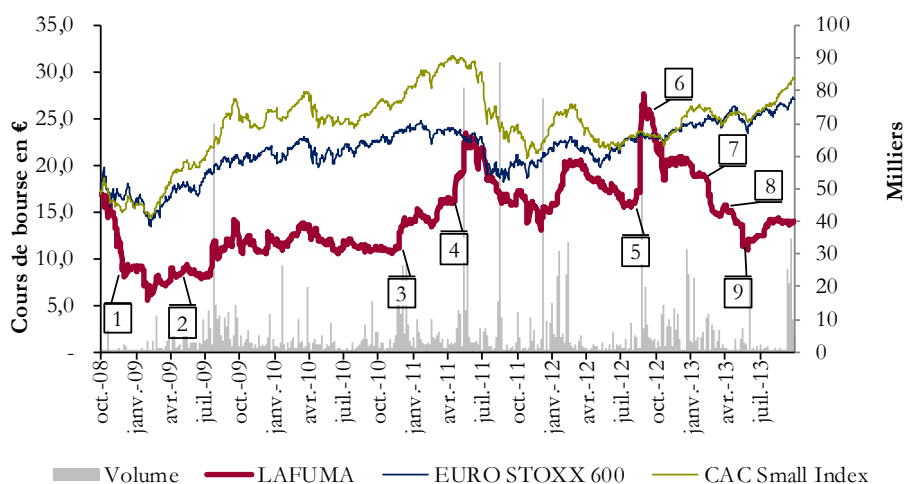
De telles caractéristiques limitent à l'évidence l'intérêt présenté par la Société pour les sociétés de bourse et les départements spécialisés des banques, car le suivi des sociétés cotées par les analystes financiers, en quantité (nombre d'analystes) mais également en qualité (séniorité des analystes), reste largement conditionné par la capitalisation boursière et le poids relatif du flottant. Cela explique que seuls deux analystes suivent régulièrement le titre de la Société.

3.1.2. Evolution du cours depuis octobre 2008

Sur la période de cinq ans allant du 29 octobre 2008 (soit une date postérieure au début de la crise boursière déclenchée par la faillite de *Lehman Brothers*) au 28 octobre 2013, le cours de bourse de *Lafuma* est passé de 16,9 € à 13,9 €, soit une baisse de 17,9%. Le titre sous-performe nettement l'indice européen *Stoxx 600* (en hausse de 49,5% sur la période) et le *CAC Small* (en hausse de 70,2%). Il connaît par ailleurs une forte volatilité au cours des cinq dernières années.

On peut distinguer plusieurs périodes, comme illustré par le graphique ci-après.

Cours de bourse et volumes échangés sur les 5 dernières années



Source : Bloomberg - 28/10/2013

Légende

- 1) 12 décembre 2008 ; publication des résultats annuel 2007-2008 : baisse de l'EBITDA de 26%.
- 2) 27 mai 2009 ; augmentation de capital de 10,4 m€ à 8€ (nominal) par action.
- 3) 14 décembre 2010 ; publication des résultats annuels 2009-2010 : net redressement de l'exploitation.
- 4) 30 mai 2011 ; publication des résultats semestriels 2010-2011 : l'EBIT courant est multiplié par trois.
- 5) 17 septembre 2012 ; confirmation officielle de négociations en cours avec le conglomérat sud-coréen *E-Land*.
- 6) 12 novembre 2012 ; annonce de l'échec des négociations avec *E-Land*.
- 7) 31 janvier 2013 ; publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 12-13 : baisse de l'activité de 16%.
- 8) 14 mars 2013 ; annonce d'un recul très important de l'activité, ainsi que de la décision de différer l'augmentation de capital et d'en quadrupler le montant.
- 9) 10 juin 2013 ; publication d'articles de presse faisant état de la restructuration envisagée par le management..

Le titre traverse d'abord une période de baisse marquée, pénalisée par la dégradation de la conjoncture économique, les performances médiocres de l'entreprise (baisse de l'EBITDA de 26% sur l'exercice 2007-08) et les difficultés de financement en résultant. Il atteint ainsi un point bas à 5,5€ le 27 février 2009. Afin de consolider sa structure financière, la Société procède à une augmentation de capital de 10,4 m€ en mai 2009.

Le cours connaît ensuite une période de hausse régulière jusqu'en février 2010, date à laquelle il se stabilise autour de 11 €. A cette époque, les investisseurs semblent retrouver une certaine confiance dans le titre, suite à l'annonce d'une réorganisation stratégique et à la consolidation de la situation financière (succès de l'augmentation de capital, sécurisation des financements bancaires et cession des marques en Corée).

Le titre enregistre ensuite une hausse plus marquée, sous l'impulsion de plusieurs annonces de résultats qui surprennent positivement le marché. La publication des résultats annuels de l'exercice 2009-2010 (14 décembre 2010), qui montrent un net redressement de l'exploitation, puis la publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2010-2011 (25 janvier 2011), qui confirme un retour à la croissance, et, enfin, la publication d'un résultat net semestriel à nouveau positif (30 mai 2011), sont autant de bonnes nouvelles pour les investisseurs. Le titre atteint alors un premier point haut le 14 juin 2011 à 23,5 €.

Tout au long de l'année suivante, cette forte remontée du cours est corrigée à la baisse, en ligne avec l'ensemble du marché boursier, le cours du titre s'établissant à 16 € fin août 2012.

3.1.3. Evolution du cours sur les douze derniers mois

En septembre 2012, le cours du titre *Lafuma* bondit de plus de 70% pour atteindre 27,8 € à la fin du mois, porté par des rumeurs puis la confirmation officielle de discussions avec le conglomérat sud-coréen *ELand*. Après l'annonce de l'échec des négociations préliminaires le 12 novembre 2012, le cours retombe logiquement à ses niveaux antérieurs (environ 18 € le 20 novembre).

Au cours des sept mois suivants, le titre décroche pour retomber à 11 € le 24 juin 2013, pénalisé successivement par la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre (janvier 2013), l'annonce du recul très important de l'activité et la décision de différer l'augmentation de capital et d'en quadrupler le montant (mars 2013), et, enfin, la publication de résultats décevants pour le premier semestre 2012-2013 (juin 2013).

Au cours de l'été 2013, le cours du titre remonte aux alentours de 14 € sous l'effet bénéfique d'articles de presse faisant état de la restructuration envisagée par le nouveau management (réorganisation du Groupe en trois pôles autonomes et mise en œuvre de deux PSE). Il s'établit précisément à 13,92 € le 3 octobre 2013, veille de l'annonce de l'Opération.

3.1.4. Evolution du cours depuis l'annonce de l'Opération

Depuis l'annonce de l'Opération le 4 octobre 2013, le cours évolue dans une fourchette comprise entre 13,6 € et 14,1 €. On observe par ailleurs une forte augmentation des volumes échangés du titre *Lafuma* : 11 987 titres en moyenne par jour depuis la date d'annonce contre 2 106 en moyenne sur les 12 mois précédant

cette date. Relevons à cet égard que la *Financière de l'Echiquier* a annoncé le 17 Octobre 2013 avoir franchi à la hausse le seuil des 5% du capital de *Lafuma* avec une participation de 5,9% représentant 19% de son flottant.

3.2. Spécificité du contexte de l'Opération et objectifs du présent rapport d'expertise

La première étape de l'Opération qui prend la forme d'une augmentation de capital réservée a pour objectif la prise de contrôle de la Société par *Calida*. Pour bien mesurer le caractère spécifique de cette prise de contrôle et la difficulté qui en résulte pour en apprécier l'intérêt d'un point de vue financier pour les actionnaires cessionnaires du contrôle, il est utile de rappeler brièvement le contexte qui caractérise une prise de contrôle traditionnelle via le lancement d'une offre publique d'achat.

3.2.1. Appréciation du caractère équitable du prix payé pour le contrôle d'une société cotée dans un contexte usuel

S'agissant de la prise de contrôle d'une société cotée en bourse, les modalités les plus usuelles d'une prise de contrôle sont l'acquisition du bloc de titres détenu par l'actionnaire contrôlant ou encore l'offre publique d'achat adressée à l'ensemble des actionnaires de la société cible. L'initiateur d'une telle offre est motivé par la réalisation de synergies, que celles-ci proviennent du regroupement des moyens industriels ou commerciaux de la société initiatrice et de la société cible (« synergies économiques ») ou de l'amélioration de la gestion de la société cible via le remplacement d'un management jugé peu efficient (« synergies financières »). Le supplément de valeur anticipé grâce à ces synergies justifie le paiement d'une « prime de contrôle » aux actionnaires de la société cible.

Le montant de cette prime, mesuré par différence entre le prix d'offre et la valeur de la société cible avant l'annonce de l'offre, dépend de deux éléments : (i) la valeur estimée des synergies, (ii) le nombre et la qualité des acquéreurs potentiels, et donc le rapport de force implicite en résultant entre l'initiateur et les actionnaires de la société cible. Lorsque ce rapport de force est favorable à ces derniers (i.e. il existe d'autres acquéreurs susceptibles de réaliser des synergies comparables à celles espérées par l'initiateur), la prime de contrôle est élevée et peut représenter la majeure partie des synergies attendues de l'opération. A l'inverse, lorsque l'initiateur est le seul acquéreur possible, il pourrait en théorie vouloir conserver l'essentiel des synergies en payant une prime de contrôle modique. En pratique, il devra tout de même payer une prime afin de motiver un nombre suffisant d'actionnaires de la société cible pour acquérir le contrôle et éviter ainsi que la plupart d'entre eux préfèrent jouer les « passagers clandestins » en conservant leurs titres dans l'espoir de s'octroyer une part plus importante des synergies.

Dans ce contexte usuel de prise de contrôle, l'expert indépendant nommé par la société cible afin d'apprécier le caractère équitable du prix d'offre devrait *a priori* fonder son analyse sur une appréciation du contexte de l'opération et de son impact sur le partage des synergies entre l'initiateur et les actionnaires de la société cible. Cependant, l'expert se trouve généralement dans l'impossibilité d'entreprendre une telle démarche, faute de disposer des informations nécessaires pour estimer précisément la valeur des synergies.

En effet, en raison du statut de société cotée de la société cible, l'initiateur de l'offre n'a bénéficié le plus souvent que d'un accès limité aux dirigeants et aux données internes de la société cible. Il n'est donc généralement pas en mesure de donner un chiffrage précis des synergies attendues et encore moins de communiquer un plan d'affaires intégrant les inflexions stratégiques éventuelles et les nouveaux développements qu'il entend mener à bien au sein de la société cible une fois le contrôle acquis. En revanche, par simple différence entre le prix d'offre et le cours de bourse de la société cible avant l'annonce de l'offre, l'expert peut facilement obtenir une première estimation du montant de la prime de contrôle, c'est-à-dire cette fraction des synergies que l'acquéreur du contrôle consent à rétrocéder aux actionnaires de la société cible. Bien plus, l'expert a généralement connaissance du dernier plan d'affaires élaboré par le management de la société cible, si bien qu'il peut conforter cette première estimation de la prime de contrôle en estimant la valeur de la société cible en *stand alone* (ci-après « Valeur Intrinsèque ») via les méthodes d'évaluation usuelles (méthode DCF fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels et méthodes analogiques fondées sur des échantillons de sociétés comparables cotées en bourse ou ayant fait récemment l'objet de transactions de gré à gré).

Dès lors, le caractère équitable des conditions financières de l'offre est généralement apprécié non pas sur la base d'une analyse du contexte de l'offre et des modalités de partage des synergies, mais plus simplement à l'aune de l'analyse du montant de la prime de contrôle proposée par l'initiateur (exprimée en pourcentage du prix d'offre).

3.2.2. Spécificités du contexte de l'Opération et analyse de son intérêt, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de Lafuma

Par rapport au schéma traditionnel de prise de contrôle, l'Opération présente de nombreuses spécificités qui interdisent d'utiliser la démarche et les critères usuels pour apprécier l'intérêt qu'elle présente, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la société cible. Trois éléments méritent ainsi d'être soulignés.

Le premier porte sur le statut actuel de l'Initiateur, la société suisse *Calida*. Tout d'abord, *Calida France* est un actionnaire significatif de *Lafuma* depuis janvier 2013, date à laquelle elle a acquis le bloc de titres détenus par Philippe Joffard, jusqu'alors Président directeur général de la Société, et sa famille. Mais plus encore, Felix Sulzberger, Président de la Direction de *Calida France*, est administrateur de *Lafuma* depuis janvier 2004 et a pris les commandes du Groupe en janvier 2013. Depuis lors, il a initié un plan de redressement opérationnel avec l'aide de professionnels de *Calida* agissant comme de véritables consultants en vertu d'un accord formel de prestations de services conclu entre les deux sociétés. Dès lors, contrairement au contexte usuel où l'un des effets du changement de contrôle est le changement des perspectives de développement de la Société et donc de son plan d'affaires, dans le cas présent, le plan d'affaires de *Lafuma* ne changera pas à l'issue de l'Opération. Le principal impact du changement de contrôle de la Société résidera dans une diminution du risque lié à l'exécution de ce plan d'affaires et une plus grande sécurité du financement de la Société, en raison de la présence d'un actionnaire industriel, majoritaire et stable, point faible de la Société depuis de nombreuses années.

Le deuxième élément porte sur les modalités d'acquisition du contrôle de *Lafuma* par *Calida*. Comme indiqué plus haut, la prise de contrôle interviendra sans que certains actionnaires de la Société vendent leurs titres, mais résultera de la dilution de la participation détenue par les actionnaires de la Société (hors *Calida*) consécutive à l'augmentation de capital réservée à *Calida*. Certes le choix de cette modalité de prise de contrôle est dicté par la situation financière délicate de la Société et la nécessité de lever de nouveaux fonds pour pérenniser le financement bancaire. Relevons cependant qu'en raison de ce choix, les conditions d'acquisition du contrôle sont plus contraignantes que celles qui auraient prévalu dans l'hypothèse d'une offre publique d'achat assortie d'un seuil de renonciation de 51%. En effet, dans cette hypothèse, l'obtention du contrôle requiert l'acquisition d'une participation complémentaire d'environ 35%, soit un taux de réponse des actionnaires concernés d'environ 41%, alors que l'augmentation de capital réservée devra être approuvée en assemblée générale extraordinaire (AGE) par les deux tiers de ces mêmes actionnaires. En dépit de cette exigence accrue, le choix d'une augmentation de capital réservée a cependant un avantage par rapport au choix de l'OPA : le risque d'échec de l'Opération lié au phénomène de « passagers clandestins » n'existe donc pas (i.e. actionnaires minoritaires souhaitant ne pas apporter des titres à une offre pour bénéficier de la même fraction des synergies que l'acquéreur du contrôle), car une fois acquis le vote en AGE, les actionnaires de *Lafuma* seront tous placés dans une position identique, sauf à ce que certains d'entre eux choisissent librement de céder leurs titres à *Calida* dans le cadre de l'OPAs qui suivra l'augmentation de capital réservée.

Le troisième élément de spécificité porte sur les informations disponibles pour l'expert indépendant. Comme évoqué plus haut, dans le contexte usuel, l'expert est en mesure de déterminer le montant de la prime de contrôle proposée par l'initiateur de l'offre en se fondant sur deux références distinctes de la Valeur Intrinsèque de la société cible : celles données par les cours de bourse de la société cible avant l'annonce de l'offre et celles données par les méthodes d'évaluation usuelles à partir du plan d'affaires de la société cible « en *stand alone* ». Or, dans le cas présent, ces deux références font défaut. En effet, nonobstant la question de l'efficacité soulevée plus haut, le cours du titre *Lafuma* avant la date d'annonce de l'Opération (soit environ 13,9 € en moyenne pondérée par les volumes au cours du mois précédant cette date), intègre sans doute déjà une fraction des effets attendus du redressement opérationnel initié par Felix Sulzberger ; par ailleurs, faute de disposer d'un jeu de prévisions (au demeurant assez artificiel) qui ferait abstraction du redressement susmentionné, la Valeur Intrinsèque de la société cible ne peut être estimée à l'aide des méthodes d'évaluation usuelles. A la différence du contexte usuel, l'expert se trouve donc dans l'impossibilité d'estimer explicitement la prime de contrôle.

Dans le cas présent en revanche, l'expert dispose de façon tout à fait inhabituelle du plan d'affaires élaboré par l'acquéreur du contrôle. Sur cette base, il peut estimer la valeur de la société cible pour cet acquéreur, valeur qui intègre donc la totalité des synergies anticipées dans le cadre de l'Opération. Connaissant par ailleurs le prix payé pour le bloc de contrôle, il peut en déduire la rentabilité que l'acquéreur attend de son investissement. Dès lors, dans le contexte spécifique de l'Opération, le caractère équitable du prix payé pour l'acquisition du contrôle (i.e. prix de souscription de 14 € à l'augmentation de capital réservée) peut être apprécié, non pas comme dans le cas usuel en mesurant la prime de contrôle payée, mais en étudiant le caractère raisonnable de la rentabilité espérée par *Calida* sur l'investissement consenti.

Il reste à estimer le niveau de rentabilité dont le « caractère raisonnable » permettrait d'attester le caractère équitable du prix de 14 € payé par *Calida* pour l'acquisition du contrôle de *Lafuma*. Comme on le verra plus loin, le coût des capitaux propres de *Lafuma* est de l'ordre de 9% (cf. *infra*, section 4.3.2). Déterminé à partir du MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers), ce taux représente la rentabilité exigée par un actionnaire de *Lafuma* sur longue période (et non pas seulement à court terme sur la période de retournement), avec cette hypothèse forte que le patrimoine de cet actionnaire est parfaitement diversifié. Or tel n'est précisément pas la situation patrimoniale de la majorité des actionnaires de *Calida* dont le capital est détenu à hauteur d'environ 45% par deux familles ainsi que par Felix Sulzberger à hauteur de 2,1%. Pour ces actionnaires, dont le patrimoine est déjà imparfaitement diversifié en raison du poids relatif de la participation détenue dans *Calida*, l'investissement envisagé dans *Lafuma* est significatif et représente un risque spécifique important qu'ils souhaitent voir rémunéré. Autrement dit, la situation de l'acquéreur du contrôle de *Lafuma* est comparable à celle d'un fonds de *private equity* dont les capitaux sont investis dans un nombre restreint de participations et dont les managers exigent de ce fait sur tout projet d'investissement une rentabilité supérieure à celle exigée par le marché boursier. Sur un horizon d'investissement typique de 5 ans, la rentabilité exigée par ce type d'investisseurs est de l'ordre de 15% à 25% par an en fonction de la nature de l'investissement et du niveau d'endettement contracté pour le financement.

Relevons toutefois que la similarité de la situation de *Calida* avec celle d'un investisseur de *Private Equity* trouve vite ses limites en raison de deux spécificités essentielles de *Calida*. Tout d'abord, *Calida* est un acteur industriel et un spécialiste de la distribution de textiles : en l'absence de synergies économiques *stricto sensu*, la réalisation de synergies de type managérial s'en trouve facilitée. Mais, surtout, *Calida* est une entreprise familiale si bien que son horizon d'investissement n'est en aucune façon limité par les contraintes qui s'imposent aux fonds d'investissement. A cet égard, *Calida* a indiqué qu'elle considérait bien sa participation au capital de *Lafuma* comme une participation « stratégique » mais que, en cas d'échec de l'Opération, elle reverrait sa position, reclassant cette participation en simple participation « financière » de court terme, sans aucune visée stratégique, mettant également fin à ses accords managériaux avec la Société.

La section à suivre du présent rapport a pour objectif d'estimer la valeur des titres de la Société pour *Calida* en sa qualité de futur détenteur du contrôle. Sur cette base, nous en déduirons la rentabilité espérée par *Calida* sur l'investissement induit par la réalisation de l'Opération, soit un montant de 35 m€ lié à l'augmentation de capital réservée et un montant additionnel de 5,1 m€ lié à la souscription par *Calida* de sa quote-part dans l'augmentation de capital de 10 m€ avec maintien du DPS qui suivra l'OPAs. Et finalement, nous examinerons dans quelle mesure cette rentabilité espérée constitue la juste rémunération du risque encouru par *Calida* pour conclure sur le caractère équitable du prix de souscription de 14 € envisagé pour l'augmentation de capital réservée à *Calida*.

4. Evaluation de la Société et estimation de la rentabilité espérée par l'Initiateur

La présente section expose les résultats de nos travaux d'évaluation de la Société et se fonde ensuite sur ces résultats pour estimer la rentabilité que pourrait retirer *Calida* des montants investis dans le cadre de l'Opération.

Les différents travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritère qui s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre de méthodes relevant de deux approches complémentaires de l'évaluation d'entreprises : (i) l'approche intrinsèque fondée sur la méthode DCF, (ii) l'approche analogique fondée sur la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables.

4.1. Références d'évaluation disponibles

4.1.1. Actif net comptable consolidé

En général, l'actif net comptable d'une entreprise n'est pas considéré comme une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des actions, notamment parce qu'il n'intègre ni le *goodwill* généré en interne par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activités, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non directement nécessaires à l'exploitation. Dans le cas présent, la pertinence de cette référence s'apprécie différemment selon que l'on considère le succès ou l'échec de l'Opération.

Au 30 septembre 2013, l'actif net comptable de la Société ressort à environ 22 m€, soit 6,3 € par action. A cette date, le bilan comptable de *Lafuma* comprend cinq blocs principaux :

- le goodwill et éléments assimilés (marques, etc.) pour environ 6 m€ ;
- les immobilisations d'exploitation corporelles et incorporelles pour environ 22 m€ ;
- le besoin en fonds roulement de l'activité pour environ 39 m€ ;
- les provisions, essentiellement liées aux deux PSE et aux retraites pour environ 19 m€ ;
- l'endettement financier net du Groupe pour environ 23 m€, une fois prise en compte la cession de la JV chinoise.

Dans l'hypothèse du succès de l'Opération, nous estimons que, après la dépréciation totale du goodwill et de la marque *Oxbow* et alors que démarre un plan de transformation ambitieux avec pour objectif à terme de reconstituer un certain niveau de rente économique (et donc un certain montant de *goodwill*), la référence donnée par l'actif net comptable n'est pas une référence pertinente de la valeur de la Société.

En revanche, dans l'hypothèse d'un échec de l'Opération faisant suite au vote défavorable des actionnaires de la Société en AGE, nous estimons que la référence constituée par l'actif net comptable mérite d'être considérée pour les raisons exposées ci-après.

4.1.2. Actif net réévalué et valeur liquidative

Dans l'hypothèse d'un échec de l'Opération et compte tenu de la situation financière délicate de la Société, il est raisonnable d'envisager une évaluation du Groupe dans la perspective d'une cession des différents pôles d'activité ou encore dans la perspective d'une cessation complète de l'activité.

Dans le premier cas, l'approche d'évaluation mise en œuvre est l'approche par somme des parties (*sum of the parts*), qui recouvre la méthode traditionnelle de l'actif net réévalué (ANR) dans une perspective de continuité de l'exploitation. Dans le cas d'espèce, il s'agit de déterminer la valeur de marché de chacun des pôles d'activités de la Société, puis de retrancher la valeur estimée des passifs et le montant des coûts de transaction éventuels (coûts de restructuration, pertes intercalaires, etc.), pour en déduire finalement l'actif net réévalué de la Société.

Dans le second cas, l'approche d'évaluation mise en œuvre est celle définie par la détermination d'une valeur liquidative dans le contexte d'une cessation complète de l'activité. Dans le cas d'espèce, il s'agit d'estimer isolément la valeur de marché de chacun des actifs (et notamment les actifs incorporels représentés par les marques) en considérant que l'activité est brutalement stoppée, puis de retrancher la valeur estimée de l'ensemble des passifs ainsi que le montant des coûts de liquidation (indemnités de licenciement notamment) pour obtenir comme précédemment l'actif net réévalué de la Société.

S'agissant du premier cas, l'évaluation de la Société par appartements en vue de la détermination d'un ANR s'avère complexe. Tout d'abord, il convient de noter l'absence de références fiables sur la période récente, dans la mesure où aucune des offres reçues par le management pour l'un ou l'autre des pôles d'activités de la Société n'avait de caractère engageant. En outre, à supposer que de telles références d'évaluation existent, en raison des liens qui existent entre les différents pôles d'activités, il conviendrait d'intégrer dans l'évaluation des coûts de séparation, au demeurant délicats à estimer. Enfin, il faudrait pas oublier les pertes intercalaires engendrées par l'activité pendant le processus de cession.

S'agissant du second cas, la détermination d'une valeur liquidative conduit à estimer la valeur des différents actifs et passifs de la Société dans le contexte d'une cessation complète de l'activité.

- Les différentes marques du Groupe (*Eider, Lafuma, Oxbow*).

S'il est possible d'attribuer une « valeur de marché » à chacune de ces marques sur la base des taux de redevance habituellement pratiqués dans le secteur (entre 2% et 5% du chiffre d'affaires), ces estimations s'avèrent néanmoins relativement artificielles dans la mesure où elles ignorent les difficultés concrètes rencontrées par le Groupe dans l'exploitation de ces marques. Plus précisément, comme on l'a montré plus haut (cf. *supra*, section 2.2), les activités développées aujourd'hui grâce à ces marques sont aujourd'hui pas ou peu profitables, ce qui limite nécessairement la pertinence des valeurs de marché théoriques obtenues à partir de taux de redevance observés sur des marques dont l'exploitation est a priori profitable. Au total, on ne peut donc considérer la valeur de marché de

chaque marque isolément. Cette conclusion est d'ailleurs confirmée par les différentes offres non engageantes reçues par le management de la Société pour certaines des activités, qui ont montré que le prix offert pour l'activité portée par une marque, est à chaque fois nettement inférieure à la valeur théorique de cette marque évaluée isolément.

- Actifs autres que les marques.

D'après nos discussions avec le management de la Société, il n'existe pas d'autres actifs susceptible d'extérioriser une valeur vénale significativement différente de la valeur comptable.

- Passifs autres que l'endettement financier net.

Au coût des deux PSE estimés par le management à 15 m€ s'ajouterait, dans le contexte d'une cessation complète de l'activité, le coût de restructuration de l'ensemble de la Société (sans oublier les pertes intercalaires engendrées pendant le processus de liquidation). Rappelons à cet égard que la masse salariale de la Société s'est élevée à environ 50 m€ en 2012.

Au total, il ressort de ces différentes analyses que l'ANR de la Société ou sa valeur liquidative ne peuvent être estimées de façon fiable, car ces estimations reposeraient sur un nombre important d'hypothèses, elles-mêmes relativement difficiles à formaliser. Cependant, il ressort de nos simulations que ces deux estimations pourraient avoisiner l'actif net comptable de la Société, soit un niveau nettement inférieur au prix de souscription de 14 € envisagé pour l'augmentation de capital réservée à *Calida*.

4.1.3. Transactions récentes sur le capital

La seule transaction récente et significative portant sur le capital de la Société est l'acquisition par *Calida* du bloc de titres détenu par Philippe Joffard et sa famille et représentant 15,27% du capital. Intervenue en janvier 2013, cette transaction a été réalisée au prix de 26 € par action, soit un prix nettement supérieur au prix de souscription de 14 € envisagé pour l'augmentation de capital réservée à *Calida*.

Une fois parvenu à la direction opérationnelle de la Société, Felix Sulzberger a sensiblement modifié la vision de l'entreprise qu'il avait auparavant comme simple administrateur et revu de ce fait en forte baisse sa perception de la valeur du titre *Lafuma*. Nous comprenons de nos discussions avec le management de la Société que cet écart résulte principalement d'une prise de connaissance par l'Initiateur de l'étendue de la réalité des difficultés rencontrées par la Société et d'une nouvelle dégradation de sa situation financière au regard notamment des derniers comptes semestriels, le prix proposé alors s'avérant inadapté à l'évolution récente de la Société.

Dès lors, considérant que la perception de la valeur d'une société en grandes difficultés financières peut évoluer très rapidement, sous l'effet du levier financier, nous estimons que le prix de transaction de 26 € en date de janvier 2013 (soit plus de huit mois avant l'annonce du prix de souscription envisagé pour l'augmentation de capital réservée) ne constitue pas une référence d'évaluation pertinente dans le contexte de l'Opération.

4.1.4. Cours de bourse

L'efficience du marché du titre *Lafuma* est *a priori* limitée, ce qui signifie qu'aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que le cours de l'action intègre raisonnablement toute l'information disponible. En effet, la Société est de taille modeste et fait donc l'objet d'un suivi très limité par les bureaux d'analyse financière de la place. En outre le volume quotidien échangé sur le titre semble insuffisant pour assurer un bon niveau d'efficience du marché.

Nonobstant ces réserves sur l'efficience du marché du titre, nous avons vu précédemment (cf. section 3.1) que celui-ci est assez volatil et réagit rapidement aux différentes annonces affectant les résultats de la Société.

Il convient surtout de noter dans le cas présent que le contexte de l'Opération et les intentions et la stratégie de *Calida* étaient connus du marché avant l'annonce de l'Opération, même si ses modalités précises (prix, calendrier, modalités) demeuraient inconnues. Comme évoqué en section 3.1, on est donc fondé à penser que les niveaux de cours observés depuis l'été 2013 intègrent, bien que de façon partielle, imprécise et hypothétique, les impacts attendus de la stratégie du nouveau management de la Société. A ce titre, la référence constituée par le cours de bourse avant l'annonce de l'offre est donc difficile à interpréter, car elle ne correspond véritablement ni à la valeur de la Société indépendamment de tout rapprochement avec *Calida*, ni à une valeur intégrant de façon claire et certaine les effets d'un tel rapprochement.

4.1.5. Prix cibles des analystes financiers

Comme évoqué précédemment, deux analystes suivent régulièrement la Société. En effet, ce sont les seuls à avoir mis à jour leur recommandation au cours de la période comprise entre la publication des résultats du premier semestre 2013 (mai 2013) et l'annonce de l'Opération.

Comme indiqué dans le tableau ci-après, l'un est à la vente et le second est neutre, ce qui n'est pas surprenant compte tenu des incertitudes qui pèsent sur le devenir de la Société. Leurs prix cibles sont en dessous du cours actuel à 10 € et 11,6 € (décote de 29% et 17% respectivement) et n'ont pas été mis à jour depuis juillet 2013.

LAFUMA - Synthèse des recommandations

Analystes actifs	Date	Recommandation			Prix cible	
		Nature	Variation	Note	€	Upside/ Downside (1)
Gilbert Dupont	26/07/2013	reduce	=	2	10,0	(29)%
Kepler Cheuvreux	26/07/2013	hold	=	3	11,6	(17)%
Moyenne				2,5	10,8	(23)%
<i>Ecart type</i>				<i>20,0 %</i>	<i>7,3 %</i>	

Source : Bloomberg

(1) Upside/ Downside vs. cours actuel de 14,0€ (cours au 28/10/2013)

Echelle de recommandation : 1-Sell 2-Underperform 3-Neutral 4-Accumulate 5-Buy

Note : Seules ont été retenues les recommandations postérieures au 10/06/2013 suite à la publication des résultats S1 2012

Au total, compte tenu du contexte décrit plus haut et pour des raisons analogues à celles exposées à propos des cours de bourse, nous ne considérons pas les prix cibles des analystes financiers comme une référence d'évaluation fiable dans le cas présent.



4.2. De la valeur du portefeuille d'activités à la valeur des capitaux propres

4.2.1. Une démarche d'évaluation en deux étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Nous avons adopté une démarche d'évaluation en deux étapes qui consiste à estimer la valeur du portefeuille d'activités de la Société (ou valeur d'entreprise), puis, par solde avec la valeur de l'endettement financier net, la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. A ce titre ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode *DDM* pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du *PER* pour *Price Earning Ratio*).

Les méthodes mises en œuvre (ou pour le moins examinées) pour l'évaluation du portefeuille d'activités de la Société sont les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir la méthode DCF, la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables.

4.2.2. Dette financière nette et autres actifs ou passifs hors exploitation courante

L'endettement financier net au 30 septembre 2013 s'établit à 23,1 m€ après prise en compte de la cession de la *Joint-Venture* chinoise pour 7,3 m€ et du remboursement du compte courant associé pour un montant de 1,5 m€.

Les autres actifs et passifs à prendre en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres recouvrent les éléments suivants.

- Economies d'impôts sur les déficits reportables.

Les flux de trésorerie disponibles pris en compte dans le cadre de la méthode DCF intègrent le taux d'impôt en vigueur en France (soit 36,15% sur les années 2014 et 2015, puis 34,4%). De ce fait, la valeur des économies d'impôts liées aux déficits reportables doit être estimée séparément pour être ajoutée à la valeur d'entreprise. Sur la base des déficits fiscaux au 30 septembre 2013 et des indications données par le management sur les possibilités et le délai de récupération de ces déficits, la valeur des économies d'impôts actualisées au taux 8,9% (cf. *infra*, section 4.3.2) ressort à 9,9 m€. Au vu de l'évolution récente de la législation fiscale en France et afin de prendre en compte de nouvelles limitations éventuelles dans la récupération des déficits fiscaux reportables, nous avons appliqué un abattement forfaitaire de 25% à cette estimation et retenu finalement un actif fiscal d'un montant de 7,5 m€.

- Provisions pour risques et charges.

Le bilan au 30 septembre 2013 fait apparaître des provisions pour risques et charges pour un montant total de 18,0 m€, dont 14,0 m€ se rapportent aux coûts des PSE, 1,0 m€ aux litiges fiscaux, 2,8 m€ aux litiges commerciaux et 0,2 m€ aux litiges prud'homaux. Afin d'éviter un double comptage, les coûts des PSE,

qui ont été intégrés dans les flux de trésorerie considérés dans la méthode DCF, n'ont pas été pris en compte dans la dette nette ajustée. Les provisions pour litiges fiscaux (1,0 m€), par nature non récurrents, ont été ajoutés à la dette financière nette. S'agissant des provisions pour litiges commerciaux et prud'homaux; le montant considéré comme récurrent n'est pas intégré dans la dette nette ajustée, car il s'agit d'un élément normal de l'exploitation, relevant du besoin en fonds de roulement dont les variations sont prises en compte dans les flux du Plan d'affaires.. Cependant, comme le montant des provisions pour litiges commerciaux au 30 septembre 2013 apparaît significativement supérieur aux montants historiques, un montant de 1,1 m€ (après impôts), correspondant à la fraction considérée comme non récurrente de ces provisions, a été intégré dans la dette nette ajustée. Au total, l'ajustement de l'endettement financier net au titre des provisions pour risques et charges s'élève donc à 2,1 m€.

- Intérêts minoritaires.

Au 30 septembre 2013, la valeur nette comptable des intérêts minoritaires est négative et s'établit précisément à -205 k€. Dès lors, nous considérons leur valeur de marché comme nulle, aucun montant n'étant donc pris en compte dans l'ajustement de la dette nette.

Le tableau ci-après récapitule l'ensemble des éléments ajoutés ou déduits de la valeur d'entreprise (« Dette financière nette ajustée ») pour calculer la valeur des capitaux propres de la Société. Comme on le verra plus loin, l'estimation de la valeur des capitaux propres ainsi obtenue est une estimation « *pre-money* », c'est-à-dire avant la prise en compte des deux augmentations de capital prévues dans le cadre de l'Opération.

Dette financière nette ajustée au 30 septembre 2013

m€

Dette financière nette	23,1
- Valeur actuelle des déficits reportables	7,5
+ Provisions pour risques et charges	2,1
= Dette financière nette ajustée	17,7

4.3. Méthode DCF

4.3.1. Estimation des flux de trésorerie

Flux de trésorerie annuels sur la période 2014-2018

Les flux de trésorerie pris en compte sont les *Free Cash Flows* résultant du Plan d'affaires décrit plus haut (cf. *supra*, section 2.4).

Détermination d'une valeur terminale à l'horizon 2018

La valeur du portefeuille d'activités au terme du Plan d'affaires (soit fin 2018) a été déterminée selon la méthode usuelle consistant à actualiser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance constant.

-
- Le flux normatif de l'année 2019 a été estimé à partir de la formule suivante qui fait référence à ce taux de croissance et au niveau de ROCE jugé normatif à cet horizon :

$$\text{Flux normatif}_{2019} = \text{Capitaux employés}_{\text{début } 2019} * [\text{ROCE}_{\text{normatif}} - \text{Croissance perpétuelle}]$$

Le ROCE normatif retenu correspond au niveau de 15,3% attendu en fin de plan. Ce niveau nous semble pérenne sur le long terme pour la raison suivante. Certes, par rapport au coût d'opportunité du capital (8,9%, cf. section suivante), ce taux de 15,3% extériorise une rente économique significative de 6,4%, mais ce niveau de rente nous paraît raisonnable compte tenu de l'existence de marques fortes au sein du Groupe, dans un secteur où cet actif est essentiel.

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 1,5%, soit le taux d'inflation anticipé sur le long terme. Comme indiqué ci-après, ce paramètre est cohérent avec le taux sans risque intégré dans les taux d'actualisation (cf. *infra*, section suivante).

4.3.2. Détermination du taux d'actualisation

Contrairement à la pratique traditionnelle des évaluateurs, nous n'avons pas retenu comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital (WACC pour *Weighted Average Cost of Capital*). A cet égard, nous considérons que les modalités de calcul usuelles de ce taux conduisent très probablement à surestimer l'impact positif que la structure financière est supposée produire sur la valeur des actifs. La raison en est notamment que les modalités de calcul usuelles de ce taux n'intègrent que les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise et désormais plafonnées) et ignorent d'autres paramètres moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites multiples de la dette certes difficiles à chiffrer mais bien réels, comme attesté par les graves problèmes de liquidité rencontrés par de nombreuses entreprises lors de la crise financière de l'automne 2008).

Cette question fait l'objet de débats dans de nombreuses publications académiques. Pour cette raison, nous préférons utiliser une approche alternative, d'ailleurs conforme aux principes du référentiel comptable IFRS, qui stipule l'absence d'impact de la structure financière sur la valeur des actifs. Selon cette approche, les flux espérés sont donc actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »).

Ce taux est déterminé à partir de la formule usuelle du MEDAF avec les composantes suivantes.

- Taux sans risque.

Les rendements des emprunts d'Etat de la zone Euro sont impactés de façon très contrastée par le contexte actuel des marchés financiers : ils ont baissé dans les pays considérés comme sûrs en termes de risque crédit (Allemagne notamment) et augmenté notablement dans les pays touchés par la crise de la dette publique. Cette situation se traduit par une volatilité inhabituelle des taux de rendement des emprunts d'Etat, ce qui rend plus délicate la détermination d'un taux sans risque. Dans ce contexte, la meilleure référence de taux sans risque dans la zone euro serait donnée par le taux payé par un groupe européen noté AAA pour un emprunt à 10 ans. En l'absence de ce type de référence, nous avons retenu dans le cadre d'une approche normative un taux sans risque de 3,5%, soit un niveau intégrant un taux d'intérêt réel (hors inflation) de 2,0% sur le long terme et un taux d'inflation anticipé à long terme de 1,5%.

- Coefficient bêta désendetté.

Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir de coefficients bêtas des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché. Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont d'abord estimés sur longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R² est supérieur à 15% sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêtas ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente. Celui-ci a été estimé à 1,2.

Dans le cas d'espèce, nous avons considéré l'échantillon large des onze entreprises qui constituent l'échantillon de comparables détaillé en section 4.4.2. Nous avons exclu *Black Diamond*, *Kathmandu* et *Billabong* dont les coefficients bêta ne sont pas significatifs (R² inférieur à 15%). Sur les huit sociétés retenues, les trois qui opèrent sur le segment équipement (*Jarden*, *Fenix Outdoor*, *Amer Sports*) affichent un bêta moyen de 0,9, tandis que les cinq autres présentes sur le segment textiles (*Vf*, *Quiksilver*, *Columbia*, *Under Armour*, *American Eagle Outfitter*) extériorisent un bêta moyen de 1,2. Ce différentiel de bêta était attendu, car les équipements sont par nature moins sensibles aux phénomènes de mode et de collection que le textile. Par ailleurs il convient de souligner que l'échantillon est composé d'entreprises de taille globalement plus importante que *Lafuma* et bénéficiant ainsi d'un levier opérationnel moins élevé (c'est principalement le cas de *Vf Corporation* dont le bêta s'établit à 0,7). Compte tenu du mix d'activités de *Lafuma* (prédominance du textile) et de sa taille modeste, nous retenons un bêta de 1,2.

- Prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions.

Nous retenons une prime de 4,5%, soit un niveau qui se situe dans le haut de la fourchette des estimations données par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale.

Sur cette base, le taux d'actualisation retenu pour l'évaluation du portefeuille d'activités de la Société s'établit à 8,9%, soit :

$$\text{Coût d'opportunité du capital} = 3,5\% + [1,2 \times 4,5\%] = 8,9\%$$

Compte tenu du montant non significatif de l'endettement financier sur la durée du Plan d'affaires, ce taux de 8,9% correspond également au coût des capitaux propres de la Société. Le niveau de ce taux d'actualisation, qui peut être considéré comme faible pour une société en retournement, doit être analysé en le mettant en regard avec le caractère « raisonnable » des flux futurs extériorisés par le Plan d'affaires et tout particulièrement ceux anticipés sur le moyen et long terme sur la base du potentiel de développement de la Société.

4.3.3. Résultats de la méthode

Sur la base des hypothèses détaillées ci-dessus, la valeur du portefeuille d'activités de la Société au 30 septembre 2013 ressort à 89,7 m€. Après déduction de la Dette financière nette ajustée de 17,7 m€ (cf. *supra*, section 4.2), la valeur des capitaux propres « *pre-money* » ressort à 72,0 m€, soit une valeur théorique de l'action de 20,7 €.

Valeur des capitaux propres "pre-money" au 30 septembre 2013

m€

Valeur actuelle des flux Q4 2013 - 2018	(5,5)
+ Valeur terminale actualisée	95,2
= Valeur d'entreprise	89,7
- Dette financière nette ajustée	17,7
= Valeur des capitaux propres "pre-money"	72,0
/ Nombre d'actions	3 480 828
<i>dont actions à fin septembre 2012</i>	3 487 934
<i>dont actions autodétenues</i>	(7 106)
Valeur théorique de l'action "pre-money" (€)	20,7

Relevons immédiatement que cette valeur unitaire de 20,7 € n'a pas grande signification, car elle ignore la dilution consécutive aux deux augmentations de capital prévues dans le cadre de l'Opération (respectivement 35 m€ et 10 m€) alors même que l'apport de capitaux propres externes est une condition *sine qua non* du soutien des banques et donc de la mise en œuvre effective du redressement opérationnel inscrit dans le Plan d'affaires. Comme indiqué dans le tableau ci-après, la valeur des capitaux propres « *post-money* » au 30 septembre 2013 ressort à 117,0 m€. Compte tenu de la dilution résultant des deux augmentations de capital (les prix de souscription prévus, soit respectivement 14 € et 9 €, sont en effet inférieurs à la valeur théorique de l'action « *pre money* » de 20,7 €), la valeur théorique de l'action « *post-money* » ressort à 16,5 €.

Valeur des capitaux propres "post-money" au 30 septembre 2013

m€

Valeur des capitaux propres "pre-money"	72,0
+ Trésorerie résultant de l'augmentation de capital réservée	35,0
+ Trésorerie résultant de l'augmentation avec maintien du DPS	10,0
= Valeur des capitaux propres "post-money"	117,0
/ Nombre d'actions totalement dilués	7 091 939
<i>dont actions à fin septembre 2012</i>	3 487 934
<i>dont actions autodétenues</i>	(7 106)
<i>dont actions nouvelles résultant de l'augmentation de capital réservée</i>	2 500 000
<i>dont actions nouvelles résultant de l'augmentation de capital avec maintien du DPS</i>	1 111 111
Valeur théorique de l'action "post-money" (€)	16,5



Dans le cadre usuel d'une prise de contrôle, une telle estimation de la valeur de la société cible, supérieure au prix proposé pour l'acquisition du contrôle, ne manquerait pas de surprendre et, en tout état de cause, inciterait à conclure au caractère inéquitable de l'opération envisagée pour les actionnaires de la société cible. Or, dans le cas présent, en raison du contexte tout à fait inhabituel de l'opération relevé plus haut (cf. *supra*, section 3.2.2), c'est paradoxalement la situation opposée (i.e. une estimation de la valeur de la Société cible inférieure au prix proposé par l'acquéreur du contrôle) qui aurait surpris.

Pour s'en convaincre, il importe de souligner à nouveau que l'estimation de 16,5 € obtenue ci-dessus ne correspond en aucune façon à une estimation de la Valeur Intrinsèque de *Lafuma* à partir de laquelle on pourrait calculer le niveau de la prime de contrôle proposé aux actionnaires de la Société et en déduire, sur cette base, le caractère équitable de l'opération. Comme indiqué plus haut (cf. *supra*, section 4.1.2), cette Valeur Intrinsèque serait sans doute bien inférieure à l'estimation issue de la méthode DCF. Cette estimation de 16,5 € reflète la valeur de *Lafuma* pour *Calida*, car elle s'appuie sur un Plan d'affaires qui prend en compte la stratégie voulue par *Calida* et intègre de ce fait la totalité des synergies envisagées par elle.

Dès lors, au terme des travaux d'évaluation détaillés ci-dessus, il n'est guère surprenant d'observer que l'Initiateur envisage d'investir un montant significatif dans un actif à un prix inférieur à la valeur qu'il espère retirer de cet actif une fois réalisées l'ensemble des actions qu'il entend mettre en œuvre pour valoriser cet actif. Sauf à supposer un comportement irrationnel des acquéreurs, nul doute que la même observation pourrait être formulée dans toute opération de prise de contrôle si l'on disposait, comme dans le cas présent, d'une information analogue sur les synergies anticipées par les acquéreurs.

4.4. Méthode des comparaisons boursières

4.4.1. Principe de la méthode et choix des multiples pertinents

S'agissant des ratios d'évaluation retenus pour la mise en œuvre de la méthode, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER) en raison des biais apportés par des différences éventuelles de structure financière. De même, les multiples de chiffre d'affaires ont été rejetés en raison des biais résultant des écarts de rentabilité. Enfin, en l'absence d'écart majeur en ce qui concerne les politiques d'amortissement, nous privilégions les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA, car ils ne sont pas biaisés par les écarts d'intensité capitalistique résultant des stratégies industrielles et commerciales des sociétés considérées.

4.4.2. Sélection des sociétés comparables

Les deux principaux déterminants des multiples d'EBIT extériorisés par la valeur de marché d'un portefeuille d'activités sont d'une part le risque systématique et d'autre part la croissance bénéficiaire future.

Dans une première étape, afin de capturer le premier de ces deux déterminants (le risque systématique), nous avons établi un échantillon de sociétés dont l'activité est comparable à celle la Société. Afin de prendre en compte le mix d'activités

spécifique de *Lafuma*, comprenant les textiles *outdoor* et les équipements (dont le mobilier), nous avons considéré deux sous-échantillons de sociétés cotées.

Le premier sous échantillon opère sur le segment équipements au sens large : la bagagerie, les sacs à dos, les équipements (type sac de couchage et tentes) et le mobilier d'extérieur. Il comprend les quatre entreprises suivantes.

- *Jarden*, groupe mondial intervenant sur de nombreux segments (matériel de camping, de pêche, équipements pour sports de glisse), dont l'*outdoor* qui constitue la part essentielle de son chiffre d'affaires (40%).
- *Black Diamond*, entreprise américaine, leader dans la production et le *design* de produits *outdoor* et présente sur trois segments (montagne, escalade et ski).
- *Fenix Outdoor*, groupe suédois dont les marques sont très présentes en Europe du nord et qui propose des solutions pour l'*outdoor*, notamment des sacs à dos, des tentes, des sacs de couchage, et du matériel de camping (poêle, lanterne) ainsi que des vêtements.
- *Amer Sports*, groupe finlandais spécialisé dans le développement, la production et la vente d'équipements sportifs. Parmi ses produits, on relève les équipements de fitness, de sports d'équipe, mais surtout du matériel pour l'*outdoor* hivernal avec des marques comme *Salomon*, *Mavic* ou *Atomic* (60% du CA).

Le second sous-échantillon est constitué d'entreprises proposant des solutions textiles *outdoor*. Il est composé de 6 entreprises :

- *VF Corporation*, groupe mondial qui regroupe de nombreuses marques et compte parmi les leaders sur le marché des vêtements et des chaussures de marque pour toutes les tranches d'âge. L'*outdoor* représente 60% de son CA et est porté par de marques comme *Eastpack*, *The North face*, *Napapijri*, *Timberland*, ou *Vans*). Ses autres activités sont les vêtements en jean et les vêtements de sport.
- *Quiksilver*, groupe américain spécialisé dans les sports de glisse. Il produit et distribue des vêtements (60% de son chiffre d'affaire), des chaussures et des accessoires.
- *Columbia Sportswear*, entreprise américaine spécialisée dans le design et la distribution de produits pour l'*outdoor*, principalement sous sa propre marque. Sa gamme s'étend des vêtements et chaussures aux accessoires.
- *Kathmandu*, entreprise australienne, leader sur son marché et le marché néozélandais des vêtements et accessoires pour les voyages et randonnées. Elle propose notamment des vêtements techniques et thermiques. Elle distribue ses produits sous sa propre marque *Kathmandu*.
- *Under-Armour*, entreprise américaine spécialisée dans les vêtements de sport de différentes catégories pour tous les âges. Originellement présente sur les sports d'équipe, elle s'est développée sur le sport *outdoor* et surtout dans les vêtements techniques (microfibre synthétique).
- *American Eagle Outfitter*, entreprise américaine distribuant des vêtements mode et *outdoor*, ainsi que des chaussures et accessoires, masculins comme féminins, à une tranche d'âge relativement jeune (15-25 ans).
- *Billabong*, entreprise australienne active dans le domaine du sport de glisse, principalement dans le surf, le skateboard et le snowboard.

La taille (mesurée par la valeur d'entreprise) et les principales caractéristiques opérationnelles des sociétés retenues sont données dans le tableau ci-après.

Caractéristiques opérationnelles d'un échantillon de sociétés comparables

En millions d'EUR	Pays	Valeur d'entreprise	CA		Marge d'EBIT	
			2013	2015	2013	2015
Jarden	US	7 039	5 408	6 249	nd	nd
Black Diamond	US	368	153	239	(0,5) %	6,4 %
Fenix Outdoor	SW	405	210	239	14,8 %	16,5 %
Amer Sports	FI	2 182	2 166	2 412	7,5 %	9,1 %
Moyenne équipements					7,3 %	10,7 %
Vf	US	17 118	8 534	10 086	14,7 %	15,2 %
Quiksilver	US	1 489	1 490	nd	3,8 %	nd
Columbia	US	1 225	1 208	1 398	7,4 %	8,3 %
Kathmandu	AU	472	242	298	16,8 %	17,0 %
Under Armour	US	5 952	1 664	2 482	11,8 %	12,3 %
American Eagle Outfitter	US	1 583	2 519	2 685	8,0 %	10,2 %
Billabong	AU	276	876	981	2,2 %	4,0 %
Moyenne vêtements					10,4 %	12,6 %
Moyenne					8,6 %	11,0 %
<i>Ecart type</i>					<i>5,8 %</i>	<i>4,6 %</i>

Source : Bloomberg - Calcul de la capitalisation boursière et de la dette nette au 16/10/2013 - Données prévisionnelles issues du consensus au 16/10/2013

Note : Toutes les données sont calendarisées. Les taux de croissance et de marge sont calculés à partir des données financières en devise.

Dans une seconde étape, afin de prendre en compte le second déterminant des multiples évoqué plus haut (croissance bénéficiaire future), il convient d'analyser les écarts de croissance bénéficiaire éventuels entre les sociétés de l'échantillon et *Lafuma*. Le tableau ci-après présente le profil de croissance bénéficiaire et les multiples d'EBIT des sociétés de l'échantillon. A ce stade, les sociétés *Black Diamond* et *Billabong* ont été exclues de l'échantillon, car elles sont en réorganisation ou en retournement.

Multiples des sociétés comparables

En millions d'EUR	Variation d'EBIT			VE / EBIT		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Jarden	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Fenix Outdoor	17,8 %	7,9 %	nd	11,2 x	10,4 x	nd
Amer Sports	21,1 %	11,6 %	8,1 %	11,0 x	9,9 x	9,2 x
Moyenne équipements	19,5 %	9,7 %	8,1 %	11,1 x	10,1 x	9,2 x
Vf	11,2 %	10,1 %	nd	12,3 x	11,2 x	nd
Quiksilver	77,4 %	nd	nd	15,1 x	nd	nd
Columbia	21,6 %	6,1 %	nd	11,3 x	10,7 x	nd
Kathmandu	7,5 %	17,2 %	7,2 %	9,6 x	8,2 x	7,7 x
Under Armour	26,0 %	23,4 %	nd	24,0 x	19,5 x	nd
American Eagle Outfitter	9,6 %	26,2 %	nd	7,3 x	5,8 x	nd
Moyenne vêtements	25,6 %	16,6 %	7,2 %	13,3 x	11,1 x	7,7 x
Moyenne	24,0 %	14,6 %	7,7 %	12,7 x	10,8 x	8,4 x
<i>Ecart type</i>	<i>22,5 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>0,6 %</i>	<i>5,1 x</i>	<i>4,2 x</i>	<i>1,1 x</i>

La mise en application de la méthode se heurte ici à un problème lié à la situation particulière de la Société : celle-ci affiche actuellement un EBIT négatif et entame un processus de retournement qui s'étale sur la durée du Plan d'affaires. Jusqu'en 2018, les résultats opérationnels de la Société ne peuvent donc être considérés comme



normatifs. Dès lors, la méthode s'avère non pertinente dans le cas présent, car appliquer un multiple d'EBIT assis sur un résultat antérieur à 2018 conduirait à sous-évaluer le portefeuille d'activités de la Société.

4.5. Méthode des transactions comparables

4.5.1. Principe de la méthode

La méthode des transactions comparables repose sur les informations rendues publiques par l'acheteur ou le vendeur lors de l'opération. L'information fournie sur la société cible est généralement limitée et ne porte que sur des données historiques, si bien que les multiples habituellement utilisés par les évaluateurs s'appuient sur les données du dernier exercice clos.

Pour les raisons évoquées plus haut à propos de la méthode des comparaisons boursières, nous privilégions les multiples d'EBIT.

Ainsi que cela est détaillé plus loin, en raison de la situation de retournement dans laquelle se trouve la Société aujourd'hui, cette méthode ne permet pas d'aboutir à des résultats pertinents.

4.5.2. Constitution d'un échantillon de transactions récentes

Pour la constitution d'un échantillon de transactions comparables, deux approches peuvent être envisagées :

- la première consiste à construire un échantillon de transactions récentes, en considérant que celles-ci sont les plus à même de prendre en compte le contexte économique et l'environnement concurrentiel actuels de l'entité évaluée ;
- la seconde consiste à considérer un échantillon large de transactions intervenues sur une longue période, avec l'avantage de gommer les effets de cycle sur le niveau des multiples mais avec le risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Entre ces deux approches, la première est clairement la plus rigoureuse, mais elle se heurte souvent à la difficulté de constituer un échantillon de transactions à la fois comparables et récentes. Dans le contexte économique actuel (crise de 2008 puis sortie de crise fin 2009), il s'est avéré impossible de construire un échantillon répondant à ces deux exigences.

Par défaut, nous avons donc retenu la seconde approche en considérant les transactions intervenues dans le secteur au cours des six dernières années. Nous avons ainsi identifié 23 transactions intervenues depuis début 2007 et visant des sociétés de taille significative opérant dans les secteurs de l'*Outdoor* et de l'équipement sportif et de loisir.

4.5.3. Résultats de la méthode

La mise en œuvre de la méthode des transactions se heurte d'abord, comme souvent, à la faiblesse de l'information disponible, en particulier sur les perspectives de croissance bénéficiaire des cibles. Seules 9 des 23 transactions identifiées présentent



des données suffisantes pour calculer un multiple d'EBIT. De ce fait, la pertinence de l'échantillon ne peut être garantie.

De même, les écarts de multiples observés d'une transaction à l'autre restent souvent inexpliqués. Un multiple de transaction élevé peut en effet avoir des causes diverses, mais difficiles à identifier sur la base de l'information publique : des perspectives de forte croissance bénéficiaire, un retournement en cours, une forte volonté d'acheter chez l'acquéreur, l'importance des synergies attendues, ou encore un mix de ces différents facteurs.

Au total, les rares multiples obtenus sont relativement hétérogènes (entre -1,7x et 41,9x) sans que nous soyons en mesure de justifier les écarts en raison du manque d'informations. En outre, la situation actuelle de *Lafuma*, qui affiche un EBIT négatif en 2013, rend impossible l'application usuelle de la méthode qui s'appuie sur des multiples calculés sur la base des résultats historiques du dernier exercice et non sur des résultats prévisionnels.

4.6. Estimation de la rentabilité espérée par Calida

Comme expliqué plus haut (cf. *supra*, section 3.2.2), nous considérons que dans le contexte spécifique de l'Opération, le caractère raisonnable du prix payé par *Calida* pour acquérir le contrôle de la Société via l'augmentation de capital réservée peut être apprécié à travers le niveau de rentabilité que *Calida* pourrait retirer des capitaux investis dans le cadre de l'Opération. Compte tenu de la nature de l'investissement, nous considérons par ailleurs que ce niveau de rentabilité peut raisonnablement s'apprécier sur la période de cinq ans couverte par le Plan d'affaires.

Dès lors, il suffit de dresser l'échéancier des flux de trésorerie (positifs et négatifs) sur cette période et directement liés à l'investissement réalisé par *Calida* dans le cadre de l'Opération. Cet échéancier ressort comme suit.

- Flux initial (fin décembre 2013) : 40.1 m€, correspondant à la souscription de 2 500 000 actions au prix de 14 € dans le cadre de l'augmentation de capital réservée et de 563 274 actions au prix de 9 € dans le cadre de l'augmentation de capital avec maintien du DPS et à hauteur de la fraction à titre irréductible (50,7%).
- Flux intermédiaires : néant en l'absence de dividendes versés sur la période.
- Flux de sortie (fin décembre 2018) : 79,1 m€ ou 98,9 m€ correspondant aux montants obtenus dans les deux scénarios définis ci-après.

S'agissant de la valeur, à fin 2018, des titres *Lafuma* acquis par *Calida* dans le cadre de l'Opération, nous considérons en effet deux scénarios (« Scénario Bas » et « Scénario Haut »).

Dans le Scénario Bas, *Calida* est supposée conserver ses titres au-delà de 2018 pour une durée indéterminée. Dès lors, en supposant par ailleurs que le Plan d'affaires se déroulera comme prévu et qu'aucun dividende ne sera versé sur la période, la valeur des titres *Lafuma* s'obtient aisément en capitalisant l'estimation de 16,5 € au 30 septembre 2013 sur une période allant de cette date à fin 2017 (soit un trimestre et cinq années) au taux de 8,9% (soit le coût d'opportunité du capital en raison de l'absence d'endettement financier significatif sur la période). Ce calcul donne une valeur du titre à fin 2018 de 25,8 €, soit une valeur de l'investissement à cette date de 79,1 m€ sur la base du nombre de titres acquis dans le cadre de l'Opération.

Relevons par ailleurs que le caractère réaliste de cette estimation de la valeur du titre *Lafuma* à fin 2018 est conforté par le multiple de sortie qui en résulte. En effet, sur la base (i) de la valeur d'entreprise induite par cette estimation et par le montant d'endettement financier net prévu à fin 2018 et (ii) de l'EBIT anticipé en 2018, ce multiple ressort à 10,0x, soit un niveau un peu inférieur aux niveaux moyens affichés par les deux échantillons de sociétés comparables considérées plus haut (cf. *supra*, section 4.4.2).

Dans le Scénario Haut, *Calida* est supposée vendre le contrôle de la Société à un acteur du secteur avec une prime de 25%, soit un prix de cession des titres acquis dans le cadre de l'opération de 98,9 m€ (soit : 79,1 x 1,25). Relevons à cet égard que la cession de l'une des marques ou de l'un des pôles de la Société (au lieu de la totalité des actifs) relèverait d'un scénario intermédiaire justifiant un niveau de prime inférieur.

Sur la base de l'échéancier de flux de trésorerie présenté plus haut, le taux de rentabilité interne (TRI) de l'investissement réalisé par *Calida* dans le cadre de l'Opération ressort à 14,6% ou 19,8% selon le scénario considéré. Cette fourchette de TRI se situe dans la fourchette de TRI typiquement visée par les fonds de *Private Equity* (en raison de la moindre diversification de leur patrimoine) et même dans la partie inférieure de cette fourchette. Rappelons que l'atteinte de ce niveau de rentabilité est conditionnée au premier chef par la réussite du plan de redressement opérationnel engagé par la Société et suppose également que *Calida* apporte à la Société un montant conséquent d'argent frais (*new money*), condition *sine qua non* de la restructuration financière de la Société.

Dès lors, sur la base du raisonnement développé plus haut à propos de l'appréciation de l'intérêt, d'un point de vue financier, de l'Opération pour les actionnaires de *Lafuma* (cf. *supra*, section 3.2.2), nous estimons que le prix de souscription de 14 € envisagé pour l'augmentation de capital réservée à *Calida* est équitable pour les autres actionnaires de *Lafuma* qui auront à supporter la dilution consécutive à cette opération. Comme expliqué dans la section ci-après, cette conclusion essentielle sur cette première étape de l'Opération implique la même conclusion sur la deuxième étape de l'Opération, à savoir l'OPAs que *Calida* devra obligatoirement lancer sur la totalité des titres *Lafuma* non détenus par elle en cas d'approbation de l'augmentation de capital réservée par les actionnaires de la Société réunis en AGE.

5. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre fournis par la Banque

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné les éléments d'appréciation de l'Offre fournis par *Gilbert Dupont* dans le cadre de l'OPAs pour le compte du *Crédit du Nord*, banque présentatrice de l'offre (« la Banque »). Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

5.1. Contexte des travaux réalisés et méthodologie d'évaluation

Les travaux d'évaluation réalisés par la Banque ont été effectués dans la perspective de l'OPAs. Dans la mesure où cette offre publique ne sera lancée que si les actionnaires de la Société réunis en AGE ont approuvé l'augmentation de capital réservée à *Calida*, ces travaux supposent implicitement le succès de l'Opération et n'envisagent donc en aucune façon le désengagement managérial de *Calida*. Il s'agit là d'une différence de contexte importante avec nos propres travaux qui, comme indiqué ci-après, n'est pas sans effet sur la méthodologie d'évaluation retenue.

A cet égard, la Banque a adopté une approche multicritères et retient dans ce cadre les références d'évaluation constituées par les méthodes retenues à titre principal, à savoir les cours de bourse historiques et les estimations issues de la méthode DCF, et présente à titre indicatif les prix cibles des analystes financiers et les estimations issues de la méthode des comparaisons boursières. Enfin, la Banque écarte les références représentées par l'actif net comptable, les transactions boursières, ainsi que l'approche d'évaluation fondée sur la somme des parties avec pour objectif la détermination de l'actif net réévalué.

La démarche d'évaluation est donc assez proche de celle que nous avons conduite, avec néanmoins trois nuances qu'il convient de souligner. La première réside dans le jugement mitigé que nous portons sur la pertinence des cours de bourse pour estimer la valeur des actions dans l'hypothèse du succès de l'Opération. La seconde concerne la méthode des comparaisons boursières que nous considérons comme non pertinente dans le cas d'espèce. La troisième tient à l'appréciation positive que nous portons sur la pertinence des références représentées par l'actif net comptable et la valeur liquidative, et ceci parce que, à la différence de la Banque, nous envisageons également la possibilité d'un échec de l'Opération matérialisée par un rejet par les actionnaires de la Société du projet d'augmentation de capital réservée à *Calida*.

Au total, outre la référence au cours de bourse de la période récente, la Banque retient la méthode DCF comme seule méthode d'évaluation de la Société à titre principal. Les commentaires qui suivent porteront donc sur les différences significatives observées dans les modalités de mise en œuvre de la méthode DCF.

5.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode DCF

Les différences entre les travaux réalisés par la Banque et nos propres travaux portent à la fois sur les flux de trésorerie pris en compte et sur le taux d'actualisation.

S'agissant des flux de trésorerie, nous avons retenu sans le modifier le Plan d'affaires élaboré par l'Initiateur en juin 2013 pour les raisons évoquées plus haut (cf. *supra*, section 2.4.1). En revanche, la Banque retient le Plan d'affaires révisé en procédant néanmoins aux deux ajustements suivants : (i) suppression des investissements de croissance, (ii) extrapolation du plan d'affaires révisé sur une période de deux ans au cours de laquelle la marge opérationnelle rejoint le niveau prévu à la fin du plan d'affaires initial de juin 2013.

S'agissant du taux d'actualisation, la Banque retient un taux de 10,7%, soit un taux nettement supérieur au coût d'opportunité du capital de 8,9% utilisé dans nos travaux. Un tel écart réside principalement dans le choix de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché financier (6,3% pour la Banque contre 4,5% dans nos travaux) et l'ajout, dans les travaux de la Banque, d'une prime de risque spécifique de 1,5%.

Au total, sous l'effet conjugué de flux de trésorerie globalement plus conservateurs et d'un taux d'actualisation plus élevé, les travaux réalisés par la banque débouchent logiquement sur une estimation de la valeur du titre *Lafuma* sensiblement inférieure à la nôtre, soit respectivement 13,6 € contre 16,5 €.

6. Conclusions

Conformément à notre mission, nous exposons ci-après nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières envisagées pour la réalisation des deux premières étapes de l'Opération, à savoir l'augmentation de capital réservée à *Calida* et l'OPAs subséquente. Troisième étape de l'Opération, l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS) n'appelle aucun commentaire particulier de notre part, et ceci en raison même de cette modalité de réalisation de l'opération qui assure l'égalité de traitement de tous les actionnaires de la Société.

6.1.1. Conclusion sur le caractère équitable du prix de souscription de 14 € envisagé pour l'augmentation de capital réservé à Calida

Confronté depuis de nombreux mois à une situation économique et financière particulièrement difficile, le management de *Lafuma* s'apprête à soumettre à l'AGE des actionnaires la réalisation d'une augmentation de capital de 35 m€ qui serait réservée à la société *Calida* et qui permettrait à cette dernière de prendre le contrôle de la Société. Cette augmentation de capital, qui constitue la première étape de l'Opération examinée dans le cadre du présent rapport d'expertise, se déroule dans un contexte tout à fait inhabituel. En effet, l'acquéreur potentiel du contrôle (i.e. *Calida*), déjà actionnaire de la Société avec environ 15% du capital, en assume la direction opérationnelle depuis janvier 2013 et a élaboré depuis cette date un plan de redressement opérationnel dont les éléments chiffrés nous ont été communiqués sous la forme d'un Plan d'affaires couvrant la période 2014-2018. Dans un tel contexte, l'appréciation du caractère équitable du prix de souscription de 14 € envisagé pour l'augmentation de capital s'avère plus complexe que dans le cadre usuel d'une prise de contrôle pour la raison suivante.

Du fait de la position spécifique de *Calida*, à la tête de la Société depuis plus de neuf mois, nous ne disposons pas d'une référence ou d'une estimation fiable de la Valeur Intrinsèque de la Société, c'est-à-dire d'une valeur « en *stand alone* » qui ferait abstraction du plan de redressement opérationnel élaboré par *Calida*. Ainsi, le cours de bourse de la période récente, soit 14,1 € en moyenne sur le mois précédant l'annonce de l'Opération, intègre sans doute en partie l'existence et les effets attendus de ce plan. Bien plus, l'estimation de 16,5 € qui a été obtenue à l'aide de la méthode DCF à partir du Plan d'affaires, intègre par construction la totalité des effets attendus du plan de redressement.

S'agissant de la Valeur Intrinsèque de la Société, tout au plus peut-on considérer qu'elle est *a priori* nettement inférieure à la référence donnée par les cours de bourse de la période récente et plus encore à l'estimation donnée par la méthode DCF. En effet, en l'absence de réalisation de l'Opération, la Société ne bénéficierait pas des synergies managériales qui sont engendrées par l'implication des équipes *Calida* et la transmission de son savoir-faire au profit du Groupe, et sur lesquelles repose la totalité du Plan d'affaires. En outre, le financement en cours de négociation auprès des banques serait également à risque et les conditions de réalisation des augmentations de capital rendues nécessaires par la situation financière de la Société (aujourd'hui en bris de *covenants*) totalement inconnues.

Dans ce contexte, la Valeur Intrinsèque de *Lafuma* correspond donc à la valeur de la Société dans la situation où l'Opération proposée par *Calida* serait repoussée par les actionnaires de *Lafuma*. Pour les raisons évoquées plus haut (cf. *supra* section 4.1.1), l'Actif Net Comptable (soit 6,3€ par action) est alors une référence d'évaluation qui mérite d'être considérée. Ce montant peut même s'avérer être une valeur plafond dans l'hypothèse pessimiste d'une vente forcée, voire d'une liquidation, des actifs de la Société. Cette estimation de la Valeur Intrinsèque ne peut malheureusement pas être déterminée de façon fiable puisque le refus de l'Opération par les actionnaires de *Lafuma* aurait de multiples conséquences pour la Société, dont l'impact est difficilement chiffrable : renégociation de la totalité du refinancement de la Société, réalisation d'une augmentation de capital à des conditions inconnues, perte de confiance probable du syndicat bancaire, retrait de l'apport de *Calida* à la direction de la Société, etc. En tout état de cause, la Valeur Intrinsèque apparaît très nettement inférieur au prix de souscription de 14 € envisagé pour l'augmentation de capital réservée.

C'est précisément cette absence d'estimation fiable de la Valeur Intrinsèque de la Société qui vient compliquer l'appréciation du caractère équitable du prix de 14 € qui serait payé par *Calida* pour l'acquisition du contrôle de la Société. En effet, dans le cas usuel où l'on dispose d'une telle estimation, le caractère équitable du prix payé pour le contrôle est apprécié à l'aune de la prime de contrôle proposée par l'acquéreur, le montant de cette prime étant obtenu simplement par différence entre le prix offert par l'acquéreur et la Valeur Intrinsèque de la société cible. Dans le cas présent, à défaut d'être en mesure d'apprécier le niveau de la prime de contrôle, on peut estimer la valeur de la Société pour *Calida* grâce au Plan d'affaires qui intègre la totalité des synergies attendues par elle, et en déduire ensuite, compte tenu du prix de souscription de 14 €, la rentabilité espérée par *Calida* sur l'investissement consenti pour l'acquisition du contrôle de la Société.

Dès lors, dans le contexte spécifique de l'Opération, le caractère équitable du prix payé pour l'acquisition du contrôle peut être apprécié, non pas comme dans le cas usuel en mesurant la prime de contrôle payée, mais en étudiant le caractère raisonnable de la rentabilité que *Calida* espère retirer de son investissement. Comme indiqué dans la section précédente, cette rentabilité (mesurée sur la période cinq ans couverte par le Plan d'affaires) serait comprise entre 14,6% et 19,8% selon le scénario considéré (conservation de la participation sur un horizon indéterminé ou revente du contrôle de la Société au terme de la période avec une prime de 25%).

Un tel niveau de rentabilité nous apparaît raisonnable au regard du coût des capitaux propres de la Société (soit environ 9%) et du risque additionnel encouru en raison du poids important que l'investissement consenti dans *Lafuma* représente pour les actionnaires familiaux de *Calida*. En outre, comme dans toute opération de prise de contrôle, il nous semble tout à fait normal que *Calida* conserve le bénéfice d'une fraction des synergies qu'il apporte, à savoir non seulement les synergies d'ordre managérial évoquées plus haut mais également la sécurisation des modalités de refinancement de la Société. Sur cette base, nous estimons donc que le prix de souscription de 14 € envisagé pour l'augmentation de capital réservée à *Calida* est équitable pour les autres actionnaires de *Lafuma* qui auront à supporter la dilution consécutive à cette opération.

6.1.2. Conclusion sur le caractère équitable du prix d'offre de 14 € envisagé pour l'OPAs subséquente

Compte tenu de la configuration de l'Opération, l'appréciation du caractère équitable du prix de 14 € envisagé pour l'OPAs ne se pose que si l'augmentation de capital réservée à *Calida* a été approuvée par les deux tiers au moins des actionnaires de la Société. S'il se produit, cet événement constituera indubitablement un signal positif sur la valeur du titre *Lafuma*. Dès lors, il est douteux que des actionnaires de la Société présentent leurs titres à l'offre, sauf à supposer que, dans le contexte qui vient d'être décrit, le marché ne pourra offrir une liquidité à un prix supérieur au prix d'offre de 14 € à ceux qui souhaiteraient sortir.

S'agissant à présent d'apprécier le caractère équitable du prix d'offre de 14 € envisagé par *Calida* dans le cadre de l'OPAs, les deux éléments suivants doivent être considérés. En premier lieu, dans la mesure où le prix de 26 € obtenu en janvier 2013 par l'ancien président de la société pour la cession de son bloc familial à *Calida* ne peut constituer une référence pertinente dans le contexte de l'Opération (cf. *supra*, section 4.1.3), ce prix de 14 € respecte l'égalité de traitement de tous les actionnaires de la Société. En second lieu, il nous semble logique que le prix auquel *Calida* a acquis le contrôle de la Société soit également le prix auquel elle doit assurer la liquidité des actionnaires désireux de sortir en vertu de la réglementation boursière. Sur cette base, nous estimons que le prix d'offre de 14 € est équitable pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'OPAs envisagée.

Paris, le 25 novembre 2013

Pour Accuracy,

Bruno Husson
Associé

Henri Philippe
Associé