

Recommandation : **ACHAT**

Cours au 12/06/08: **8,50 €**

Valorisation **12,9 €**

### Initiation de suivi

Type de marché: EUROLIST Compartiment C

code bloomberg: LTAN:FP  
code reuters: LTAN.PA  
code ISIN: FR0000075673  
Nombre d'actions (m): 1,402  
Nombre d'actions dilué (m): 1,402  
Capi. boursière (m€): 11,9  
Flottant: 46,0%

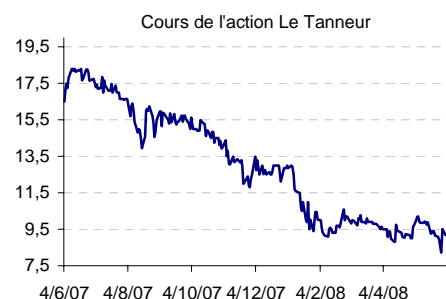
Actionnariat	
Groupe Descottes	32,5%
D&P	15,5%
Autres fonds	5,4%
Public	46,0%

Ratios	12/07	12/08e	12/09e
PE	61,8	13,5	9,8
P / CF	11,2	6,2	4,9
VE / CA	0,4	0,4	0,3
VE / EBITDA	11,1	6,7	5,5
VE / ROP	32,7	11,8	9,3
VE / CE	1,2	1,1	1,0

données par action	12/07	12/08e	12/09e
Bpa déclaré	0,14	0,63	0,87
Bpa dilué ajusté	0,14	0,63	0,87
var.	ns	359%	38%
FCF/actions diluées	-0,5	-0,7	-0,2

Chiffres clés (m€)	12/07	12/08e	12/09e
CA	49,6	57,0	63,0
Var.	5,4%	14,9%	10,5%
ROC	0,6	1,7	2,2
roc (%)	1,2%	3,0%	3,5%
ROP	0,5	1,7	2,2
marge op (%)	1,1%	3,0%	3,5%
RNpg publié	0,2	0,9	1,2
Marge	0,4%	1,6%	1,9%
RNpg ajusté	0,2	0,9	1,2
Marge	0,4%	1,6%	1,9%
ROCE	3,6%	9,4%	11,1%
ROE	2,5%	10,2%	12,3%
gearing	97,8%	99,4%	90,4%

Perf.	1 mois	3 mois	1 an
Absolute	-4,5%	-7,5%	-44,4%



## Le Tanneur & Cie

Secteur : maroquinerie

### Un véritable potentiel d'appréciation

#### Résumé conclusion

Le Tanneur & Cie est la plus ancienne marque de maroquinerie du secteur. Elle achève une mutation d'un modèle économique industriel à celui de concepteur distributeur.

Le groupe Le Tanneur crée, fait fabriquer et distribue des produits de maroquinerie sous deux marques : Le Tanneur et SOCO. Par ailleurs, le groupe fabrique des produits pour les grands noms du luxe français sur son site de production de Bort-les-Orgues en Corrèze.

La mutation amorcée il y a plusieurs années a pesé sur les marges mais commence à produire des effets en termes de chiffre d'affaires. La construction d'une marque et la maîtrise d'un réseau de magasins sous enseigne « Le Tanneur » (soit en propre, soit sous forme d'affiliés) va permettre d'exploiter un potentiel commercial considérable. Dotée aujourd'hui d'une trentaine de magasins, la société pourrait en implanter une centaine sur le marché national dont près de quinze en région parisienne (contre deux à Paris actuellement).

A l'international, le potentiel n'est pas moins important mais le groupe, conscient du handicap que représente sa petite taille, a choisi de ne pas se disperser et mène une stratégie d'implantation prudente.

L'accélération de la croissance du chiffre d'affaires devrait être suivie d'une amélioration des marges qui sont aujourd'hui très faibles. D'ici cinq ans, nous avons prévu prudemment une marge opérationnelle de près de 8%.

Dans ces conditions, le potentiel d'appréciation est significatif à court terme avec un objectif que nous fixons à 12,9 euros.

Synthèse comparables (m€)	par action (€)	
Ratios 2008	17,8	12,7
Ratios 2009	17,1	12,2
Valorisation du groupe	17,5	12,4

Synthèse Valorisation	m€	par action (€)
Comparables	17,5	12,4
DCF	18,7	13,3
Moyenne	18,1	12,9

A plus long terme, le potentiel pourrait être encore plus important d'autant plus que le titre n'est pas dénué d'intérêt spéculatif.

### ***Une longue expérience dans un métier unique : la maroquinerie***

Le Tanneur est l'une des quatre maisons françaises nées au XIX<sup>ème</sup> siècle autour du travail du cuir. C'est la plus ancienne créée spécifiquement à partir de la maroquinerie. C'est aujourd'hui le seul acteur en France dans ce secteur à venir du métier de la maroquinerie. Les grands concurrents sont à l'origine des malletiers, des selliers ou depuis peu des acteurs de la mode.

La marque Le Tanneur est née en 1898 de l'association d'un maroquinier et d'un tanneur qui ont déposé un brevet de porte-monnaie révolutionnaire à l'époque car sans-couture. Aujourd'hui, les produits du groupe s'inscrivent dans cette tradition du métier de la maroquinerie et s'adressent à une clientèle exigeante séduite par des accessoires de mode mais néanmoins de grande qualité. Le récent succès de la ligne de sacs Matilde constitue la démonstration du succès de cette approche du métier.

L'origine de SOCO est similaire. Créée au XIX<sup>ème</sup> siècle, avec une tannerie à Bort-les-Orgues (Corrèze), c'est en 1932 qu'un atelier de maroquinerie est ouvert comme débouché pour la tannerie avec la création de la société pour la vente du Cuir Ouvré (d'où la marque SOCO) sur le marché des galoches et des troussees de voyage. Dans les années 80, les collections de sacs s'étoffent et la célèbre ligne San Diego est lancée. La société bouscule le marché très conventionnel à cette époque du sac à main en particulier par l'introduction de couleurs et un style « far-west » assez à l'honneur durant cette décennie. Aujourd'hui une forte notoriété née auprès des jeunes femmes de 20 à 30 ans. La marque continue de proposer des sacs et des articles de petite maroquinerie, toujours pratiques et de qualité mais se distinguant par une identité forte. La marque est devenue SOCO by Le Tanneur et constitue une gamme complémentaire dans la distribution du groupe positionnée en entrée de gammes.

Le Tanneur a été introduit en bourse en 2000, après que Louis Vuitton Malletier ait pris une participation à l'occasion d'une augmentation de capital réservée de 3,7 millions d'euros. L'usine de Bort-les-Orgues doit alors faire face à une demande croissante de la part des grandes maisons de luxe, donneurs d'ordre. D'importants investissements doivent alors être réalisés.

En 2003, le groupe accélère le renouvellement de ses collections en augmentant le poids des lignes « femmes » aussi bien pour Le Tanneur que pour SOCO. Dans le même temps, quatre points de vente dont la rentabilité est négative sont fermés mais un magasin est ouvert à Bruxelles.

En 2004, pour accélérer son développement dans la distribution directe, Le Tanneur met en place un système de commission-affiliation parallèlement à son propre réseau de magasins.

En 2005, alors que le groupe se concentre sur le développement de la distribution en direct et augmente les investissements publicitaires sur la marque, une réflexion est amorcée au sujet de la sous-traitance de la production pour les articles sous marque propre afin d'améliorer les marges et dégager des ressources pour le marketing. Dans le même esprit de concentration des ressources, la marque UPLA est cédée.

L'année 2006 voit culminer cette nouvelle stratégie avec la mise en place de la sous-traitance pour la totalité de la production pour marque propre. Le groupe accentue encore l'activité distribution directe avec l'ouverture de cinq magasins

affiliés. Par ailleurs, deux filiales sont créées, une au Japon et l'autre en Chine, pour accélérer l'activité export.

**Deux marques propres : Le Tanneur et SOCO**

Le Tanneur et Cie est avant tout un créateur, talent exercé au travers des deux marques : Le Tanneur et SOCO. L'offre se décline en gammes complètes de portefeuilles, sacs, serviettes et bagages. La création résulte des efforts concertés des équipes de design et des équipes de marketing qui analysent les résultats des collections passées, les tendances et cherchent à anticiper les évolutions de la mode.

Ce point est particulièrement important car désormais le facteur mode prend le dessus sur le caractère pratique de l'objet de maroquinerie qui était renouvelé peu fréquemment. Cette tendance est structurelle et les sociétés anciennes doivent s'adapter.

Dans un marché où le savoir-faire industriel et la maîtrise de l'outil de production n'est plus un élément-clé, de nombreux acteurs venus de la mode peuvent accéder au marché et conçoivent des articles de maroquinerie qui épousent les dernières tendances et les vendent au sein d'une gamme très large de produits. Face à cette nouvelle forme de concurrence aux atouts spécifiques et bien adaptés au nouveau contexte du secteur (dont la réactivité aux évolutions de la mode), la capacité créatrice constitue donc un atout stratégique pour le groupe Le Tanneur.

Les articles pour marque propre sont fabriqués par des sous-traitants depuis l'arrêt de la fabrication dans l'usine roumaine (cédée en 2007). La production est réalisée en Chine, en Inde et pour une part plus faible au Maroc et la qualité est contrôlée à Belley, où se trouvait l'usine du groupe avant la mise en place de la sous-traitance. Tout cela pour concilier qualité, prix et créativité. Chaque pays présente des spécificités qui sont mises à profit pour organiser la production. La Chine produit les articles à rotation lente du fait des distances et en matières synthétiques. L'Inde étant un important producteur de cuir, les articles en cuir y sont fabriqués dans des conditions de coût et de qualité optimum. Le Maroc présente l'avantage d'être à 72 heures de route du marché français et les produits pour lesquels la réactivité est nécessaire y sont fabriqués. Si la délocalisation permet d'abaisser les coûts unitaires du fait de taux horaires plus faibles qu'en France dans une activité fortement consommatrice de main d'œuvre, elle permet également de redonner de la qualité aux produits car il est possible de consacrer plus de temps et donc de main d'œuvre à la fabrication.

La société a réussi à positionner son activité pour mettre à profit les évolutions structurelles du marché féminin.

<b>Marques propres</b>	
<b>Hier</b>	<b>Aujourd'hui</b>
Forte notoriété	Notoriété confortée
Image masculine	Image généraliste
Intemporalité	Produits mode
Fabricant	Pur donneur d'ordres
Distribution traditionnelle	Réseaux maîtrisés en développement rapide
Faible effort marketing	Communication importante et ciblée

Le produit est désormais plus « mode » ce qui a permis de partir à la conquête du marché féminin qui est environ cinq fois plus important que le marché masculin. Récemment, la société a ajouté une ligne bagages, segment actuellement très porteur pour tous les maroquiniers en raison du développement du temps libre et des voyages de courte durée. En partenariat avec Air France, une ligne « Air France by Le Tanneur » a été lancée et, du fait du renom de la compagnie aérienne a acquis d'emblée une forte crédibilité, en particulier auprès des distributeurs, sans lesquels le nouveau produit ne pourrait connaître le succès.

	2004	2007
Femme	48%	52%
Homme	41%	37%
Mixte	11%	11%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

En raison de sa taille, la société ne pouvait raisonnablement se développer sur deux marques. SOCO a donc été repositionnée en complément de Le Tanneur, en entrée de gamme avec des matières synthétiques ou du tissu. UPLA a été cédée fin 2005.

Marque	2004	2005	2006	2007
Le Tanneur	75%	76%	80%	86%
SOCO	15%	16%	15%	13%
UPLA	8%	7%	4%	0%
Autres	2%	1%	1%	1%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

L'export est également privilégié mais de manière ciblée. L'Asie constitue traditionnellement un marché incontournable avec le Japon. De nouvelles régions, favorisées par la hausse du pétrole ne sont pas oubliées : Russie et Golfe Persique.

CA EXPORT (m€)	2005	2006	2007
Afrique	0,05	0,03	0,05
Amériques	0,10	0,05	0,03
Europe	1,78	1,49	1,63
Moyen-Orient	0,42	0,43	0,48
Asie Pacifique	0,68	0,48	0,94
<b>TOTAL</b>	<b>3,02</b>	<b>2,49</b>	<b>3,13</b>

Dans un marché où les acteurs s'affranchissent des contingences de la production, outre la créativité, l'autre élément clef de succès est la maîtrise de la distribution et le développement d'une marque associée à une image de mode. En contrepartie d'investissements conséquents dans la construction de la marque, la société s'implique dans la distribution afin de capter une part plus importante de la marge.

Répartition du CA	2005	2006	2007	2008e	2009e
Distribution de détail contrôlée	26%	32%	38%	38%	38%
Autres distributions Export	13%	12%	12%	15%	15%
Autres distributions France	61%	57%	50%	47%	47%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Les détaillants multimarques sont en perte de vitesse. Au nombre de 500 environ, 274 d'entre eux représentent 90% du CA. Cela signifie qu'il existe une place pour la distribution en propre à l'instar de ce qui s'est passé dans la parfumerie. Cette orientation nécessite toutefois des investissements.

Depuis les années 1990, la société s'est engagée dans le développement d'un concept de magasins qui reflète le positionnement haut de gamme de la marque.

	2007
Nombre de points de vente	
<b>Magasins à l'enseigne Le Tanneur</b>	<b>33</b>
Magasins en propre	18
Magasins en affiliation	15
<b>Les grands magasins</b>	
Représentations	90
Corners dédiés	36
<b>Détaillants multi-marques</b>	<b>500</b>

Les magasins sont de deux types :

- ✓ ceux détenus en propre par Le Tanneur au nombre de 18 à la fin de 2007,
- ✓ ceux développés dans le cadre de la commission-affiliation, une forme de franchise au nombre de 15 à la fin de 2007.

#### **La fabrication pour maisons de luxe**

Le Tanneur se caractérise par une fabrication pour marque propre délocalisée mais dispose d'un savoir-faire reconnu par les maisons de luxe françaises, leaders mondiaux de leur secteur, pour lesquels la société a de tout temps produit dans son usine dédiée de Bort-les-Orgues. Cette activité constitue une référence mondiale pour la marque Le Tanneur et lui permet de bénéficier d'une forte image de qualité.

#### **Résultats 2007**

L'exercice 2007 illustre la fin de la mutation de la société vers le modèle concepteur-distributeur avec le maintien d'une fabrication pour maison de luxe. Le chiffre d'affaires progresse de 5,4% en réel et de 4,9% à périmètre comparable.

La fabrication pour maisons de luxe ne progresse que de 1,3% pour atteindre 24,5m€. Et voit son poids passer en dessous de la moitié de l'activité, le solde étant le fait des marques propres.

La distribution non contrôlée par la société continue de stagner : +0,1% en réel et +2,4% à périmètre comparable mais représente encore 32% de l'activité.

En revanche, la stratégie de maîtrise de la distribution se trouve justifiée par une progression de 31,7% en réel et de 23,8% à périmètre comparable (c'est-à-dire en excluant l'impact des six ouvertures intervenues au cours de l'exercice).

	Consolidé réel		
	2006	2007	Variation
Fabrication pour maisons de luxe	24,2	24,2	1,3%
Magasins contrôlés et affiliés	6,9	9,1	31,7%
Autres distributions	16	15,9	0,1%
<b>TOTAL</b>	<b>47,1</b>	<b>49,6</b>	<b>5,4%</b>

	A périmètre comparable		
	2006	2007	Variation
Fabrication pour maisons de luxe	24,2	24,5	1,3%
Magasins contrôlés et affiliés	6,6	8,1	23,8%
Autres distributions	15,6	15,9	2,4%
<b>TOTAL</b>	<b>46,4</b>	<b>48,5</b>	<b>4,9%</b>

L'exportation peut paraître modeste avec 3,13m€ de chiffre d'affaires mais la progression est de 25,7% et son poids est de 12,5% des ventes sous marques propres. De plus, la société concentre ses efforts de manière ciblée, sur la distribution en France et des marchés sélectionnés tels que le Japon, pour maximiser l'effet des ressources consacrées au développement. Au Japon, les ventes ont été multipliées par 2,1 à la suite de l'ouverture de sept corners (Tokyo, Hiroshima, Sapporo...) et d'une « shop-in-shop » (corner en franchise) à Tokyo. Ce succès est particulièrement déterminant car le Japon est le premier marché en Asie pour la maroquinerie et tout développement sur le reste du continent est conditionné par la réussite dans l'archipel.

De même, il est difficile d'être référencé dans les magasins de ventes hors taxes sans une forte position au Japon.

En dépit d'une apparente stabilité du résultat opérationnel à 0,5 million d'euros, les résultats par activité sont contrastés du fait de l'évolution stratégique du groupe mais aussi de la modification du comportement des donneurs d'ordres.

Le résultat opérationnel pour marques propres est passé de 0,4 million à 2,1 millions d'euros, la marge opérationnelle passant de 1,75% à 8,4%, ce qui constitue un niveau certes perfectible mais déjà plus réaliste au regard de l'activité et des fonds propres engagés dans l'activité. L'activité est pour l'instant pénalisée par le coût des ouvertures en particulier celui du magasin du Carrousel du Louvre (investissement d'un million d'euros et perte d'exploitation de 0,1 million d'euros). De même les développements sur les marchés chinois et japonais ont pesé à hauteur de 0,1 M€ et 0,4 M€ respectivement.

La marge s'améliore également du fait d'une meilleure politique d'achat et d'une parité euro/dollar favorable. Par ailleurs, on notera la maîtrise des frais centraux qui se contractent de 3,5 millions d'euros à 3,1 millions d'euros.

En revanche, la fabrication pour maisons de luxe a lourdement pénalisé la rentabilité de l'ensemble passant de 3,4m€ à 1,6m€. Les coûts d'achat du cuir mais aussi des éléments ajoutés (les ferrures par exemple) ont fortement augmenté et la hausse n'a pas toujours pu être répercutée intégralement ou suffisamment rapidement. Les donneurs d'ordre, épousant également la tendance mode qui caractérise de plus en plus le secteur, renouvellent beaucoup plus rapidement les produits ce qui a pour effet de raccourcir les séries fabriquées par Le Tanneur.

Les quantités ont parfois été divisées par quatre ou cinq et la production s'arrête beaucoup plus tôt sur la courbe d'apprentissage. La productivité globale pour une ligne de produits a donc chuté alors que les prix payés par les donneurs d'ordres sont restés stables. Pour y faire face, la société a eu recours à un cabinet de conseil pour se réorganiser et la société a renégocié les prix des séries les plus courtes.

	2007			
	Fabrication luxe	Marques propres	Frais centraux	Total
Chiffre d'affaires	24,5	25,1		<b>49,6</b>
Résultat op. courant	1,6	2,1	-3,1	<b>0,6</b>
Autres pdts et charges op.	0,0	0,0	-0,1	<b>-0,1</b>
Résultat opérationnel	1,6	2,1	-3,2	<b>0,5</b>

Les frais financiers ont considérablement augmenté passant de 0,5m€ à 0,7m€ sous l'effet conjugué de la progression de l'endettement moyen consécutif aux investissements sur l'activité marques propres et de la hausse des taux.

	2006			Total
	Fabrication luxe	Marques propres	Frais centraux	
Chiffre d'affaires	24,2	22,9		47,1
Résultat op. courant	3,4	0,4	-3,5	0,3
Autres pdts et charges op.	0,0	0,2	0,0	0,2
Résultat opérationnel	3,4	0,6	-3,5	0,5

Il en résulte un bénéfice net faible de 0,2m€ (contre 0,3m€). Ce résultat est peu significatif en raison de la mutation du modèle économique de la société en cours et qui actuellement nécessite des investissements dont les résultats apparaîtront progressivement dans les années à venir

### Perspectives

Le début de l'année 2008 valide les choix faits par la société.

CA (M€) 1er trimestre 2008	Consolidé réel		
	2008	2007	Variation
Fabrication pour maisons de luxe	8	6,2	28,7%
Magasins contrôlés et affiliés	2,5	1,7	42,9%
Autres distributions	4,4	4,4	1,2%
<b>TOTAL</b>	<b>14,9</b>	<b>12,3</b>	<b>21,0%</b>

CA (M€) 1er trimestre 2008	A périmètre comparable		
	2008	2007	Variation
Fabrication pour maisons de luxe	8	6,2	28,7%
Magasins contrôlés et affiliés	2,1	1,7	22,0%
Autres distributions	4,4	4,4	1,2%
<b>TOTAL</b>	<b>14,5</b>	<b>12,3</b>	<b>18,0%</b>

Les magasins contrôlés et affiliés connaissent une progression de 42,9% de leur CA en réel. A structure comparable, la progression est encore de 22% ce qui démontre des gains de part de marché et les effets de la stratégie marketing. Les autres types de distribution connaissent une évolution proche de celle du secteur.

En revanche, après une année 2007 difficile pour la fabrication pour maisons de luxe, la reprise est bien là avec une progression de 28,7%, ce qui ne manquera pas de se répercuter sur la productivité et donc la rentabilité de cette activité, puisque ce niveau a été atteint à effectifs constants.

Ces performances ne doivent pas faire oublier un contexte morose de l'économie française en général et de la consommation des ménages en particulier. Par conséquent, nous avons limité la progression du CA à 14,9% dans nos prévisions pour la totalité de l'exercice, pour atteindre 57m€.

Pour 2009, nous prévoyons une progression de 10,5% du CA pour atteindre 63m€ essentiellement du fait de la performance de la distribution contrôlée. En revanche, nous estimons que les marges d'exploitation ne s'amélioreront que très progressivement du fait des investissements nécessaires en marketing et dans de nouveaux magasins, soit en propre, soit en commission affiliation, dont la rentabilité apparaît un peu plus d'un an après l'ouverture.

A l'opposé, la fabrication pour compte de tiers pourrait rapidement retrouver une rentabilité d'exploitation de 7%, dès 2008 dans nos prévisions en raison de la reprise des volumes et des prix dès le premier trimestre. Les mesures correctives ayant déjà été prises et mises en œuvre, leur effet pourra se faire sentir immédiatement.

Par ailleurs, les filiales chinoise et japonaise devraient réduire leurs pertes à défaut de devenir rapidement bénéficiaires. Le marché chinois est naissant et il est encore difficile d'y appréhender les mécanismes de consommation de maroquinerie de luxe ou haut de gamme. Les coûts d'exploitation sont élevés en particulier du fait de l'importance du montant des loyers.

Au Japon, une réduction de la perte qui était de 0,4m€ en 2007, voire un retour à l'équilibre d'exploitation dès 2008, ce qui constitue un objectif réaliste, aurait un impact sur le résultat de l'ensemble.

m€	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/10e	12/11e	12/12e
<b>CHIFFRE D'AFFAIRES</b>	<b>47,10</b>	<b>49,63</b>	<b>57,00</b>	<b>63,00</b>	<b>67,50</b>	<b>71,00</b>	<b>74,00</b>
Fabrication pour luxe	24,20	24,50	28,00	30,00	32,00	33,00	33,50
Magasin contrôlés et affiliés	6,90	9,10	12,50	16,00	18,00	20,00	22,00
Autres distributions	16,00	16,00	16,50	17,00	17,50	18,00	18,50
<b>MARGE BRUTE</b>	<b>24,65</b>	<b>25,88</b>	<b>29,80</b>	<b>32,00</b>	<b>34,70</b>	<b>36,20</b>	<b>37,80</b>
TOTAL charges externes	-8,69	-9,80	-11,50	-12,55	-13,60	-13,50	-13,10
<b>VALEUR AJOUTEE</b>	<b>15,96</b>	<b>16,08</b>	<b>18,30</b>	<b>19,45</b>	<b>21,10</b>	<b>22,70</b>	<b>24,70</b>
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1,11</b>	<b>1,73</b>	<b>3,02</b>	<b>3,72</b>	<b>4,86</b>	<b>5,95</b>	<b>7,44</b>
Total DAP nettes	-0,87	-1,14	-1,30	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50
<b>RESULTAT OPERATIONNEL COURANT</b>	<b>0,25</b>	<b>0,58</b>	<b>1,72</b>	<b>2,22</b>	<b>3,36</b>	<b>4,45</b>	<b>5,94</b>
<b>RESULTAT OPERATIONNEL NON COURANT</b>	<b>0,22</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>0,47</b>	<b>0,54</b>	<b>1,72</b>	<b>2,22</b>	<b>3,36</b>	<b>4,45</b>	<b>5,94</b>
Résultat financier	-0,16	-0,41	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
<b>RESULTAT COURANT</b>	<b>0,32</b>	<b>0,13</b>	<b>1,32</b>	<b>1,82</b>	<b>2,96</b>	<b>4,05</b>	<b>5,54</b>
<b>RESULTAT NET</b>	<b>0,26</b>	<b>0,19</b>	<b>0,88</b>	<b>1,22</b>	<b>1,98</b>	<b>2,72</b>	<b>3,71</b>

Nous prévoyons donc une marge opérationnelle de 3% en 2008 (contre 1,1% en 2007) et de 3,5% en 2009. Le résultat net s'établirait alors à 1,2 million en 2008 et 1,8 million en 2009. Ces résultats sont capitalisés 10,6 fois et 7,1 fois respectivement.

Les marges devraient encore s'améliorer par la suite du fait de la poursuite du développement de l'activité. En effet, le potentiel de croissance est important. A l'heure actuelle, Le Tanneur dispose de 32 magasins en propre en France avec lesquels il réalise 9m€ de CA. En étudiant les villes de plus de 200 000 habitants qui pourraient recevoir au moins un magasin Le Tanneur, le nombre potentiel de magasins contrôlés est de plus d'une centaine. A Paris même, la société ne dispose que de deux magasins. Huit à dix autres pourraient facilement être ouverts dans Paris et sa proche banlieue. Paris est une zone où il y a peu de détaillants maroquiniers : elle constitue une vitrine pour les touristes étrangers et rassemble une forte population de consommateurs au pouvoir d'achat élevé.

Pour l'instant, la société projette d'ouvrir 6 à 7 magasins par an essentiellement en France. A l'étranger, de nombreuses villes européennes pourraient accueillir des affiliés.

Nous avons prévu un CA de 74m€ en 2012. En fait, il pourrait atteindre 100m€ en 2015, voire avant en fonction des opportunités de développement qui se présenteront.

La marge opérationnelle courante pourrait atteindre 8% en 2012 ce qui serait encore inférieur à celle de Fossil (8,5% actuellement) et très inférieure à celle de COACH (près de 30%).

Le potentiel de développement de l'activité et d'amélioration des marges à moyen terme est important et font du titre Le Tanneur une valeur de croissance.

La structure de bilan permet aujourd'hui de mener cette croissance, quitte à la ralentir parfois pour ne pas endetter le groupe à l'excès. Il a d'ailleurs été décidé de ne pas distribuer de dividendes au titre de l'exercice 2007 afin de préserver les ressources de la société.

### **Evaluation**

L'évaluation de Le Tanneur est rendue complexe par la combinaison de deux activités très différentes en termes de cycle d'exploitation, d'investissements, de marges, de taux de croissance et de ratios de valorisation.

Nous avons eu recours à la méthode des comparables et celle des DCF. La dispersion des résultats trouvés, outre le potentiel d'appréciation du titre, démontre que la transition du groupe n'est pas achevée, notamment sur le plan de la rentabilité.

#### *a) Comparables*

L'échantillon de valeurs comparables est difficile à établir en raison de la disparité des marchés et des niveaux de gamme. Nous avons donc retenu un échantillon large de fabricants et distributeurs dont Coach Inc. qui demeure la référence pour les maroquiniers haut de gamme.

En revanche, nous avons écarté les valeurs de luxe (LVMH, Hermès...) dont le positionnement et le modèle sont très différents ce qui se reflète dans les multiples de valorisation (une VE égale à 4 fois le CA par exemple).

	2008			2009		
	VE/CA	VE/Ebit	PER	VE/CA	VE/Ebit	PER
Coach Inc	3,7	9,9	17,3	3,1	8,7	15,0
Fossil Inc	1,1	7,5	13,5	1,0	6,3	11,4
Brown Forman Corp.	2,6	12,2	18,8	2,4	11,1	17,5
Bulgari SpA	2,0	13,0	14,0	1,9	11,6	12,9
CC Land Holdings Ltd.	5,0	40,7	32,9	2,4	11,6	7,0
Escada AG	0,6	13,8	27,2	0,6	11,0	16,6
Tiffany & Co.	2,0	10,8	16,9	1,7	9,6	15,0
Mulberry Group	1,5	14,6	20,6	1,3	11,5	16,8
<b>Moyenne</b>	<b>2,3</b>	<b>15,3</b>	<b>20,2</b>	<b>1,8</b>	<b>10,2</b>	<b>14,0</b>
<b>Médiane</b>	<b>2,0</b>	<b>12,6</b>	<b>18,1</b>	<b>1,8</b>	<b>11,0</b>	<b>15,0</b>
<b>Chiffres société</b>	<b>57,0</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>63,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>
<b>Valorisation induite m€</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>17,8</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>17,1</b>

Dans le cadre d'un investissement boursier pour une gestion de portefeuille diversifiée, le ratio le plus pertinent demeure le PER. Sur cette base, il est loisible de penser que le cours devrait s'établir autour de 12,4€ ce qui laisse un potentiel d'appréciation par rapport au cours actuel.

Les résultats obtenus à partir des multiples des comparables sur la base de marges sont assez faibles pour les prévisions 2008 et 2009 du fait que Le Tanneur se trouve dans une phase d'amélioration de ses marges, partant d'un niveau faible à l'issue de la phase de transition du modèle économique.

De surcroît, la marge de Le Tanneur résulte de la combinaison d'une activité de concepteur distributeur à l'image de ses pairs mais également de l'activité industrielle pour compte de tiers dont le profil capitalistique mais aussi de rentabilité est notoirement différent. Quant aux multiples de VE/CA, ils sont encore moins pertinents à retenir et donnent des résultats aberrants. Cela reflète la différence de modèle et de degré d'achèvement des modèles économiques. A titre d'exemple, si COACH constitue une référence, la société a atteint son objectif, objectif vers lequel tendent de nombreux acteurs de la maroquinerie haut de gamme.

Les niveaux atteints par une approche par les multiples de CA ne sont vraiment pertinents que dans un autre contexte, tel que la cession partielle ou totale d'activité.

Synthèse comparables (m€)	par action (€)	
Ratios 2008	17,8	12,7
Ratios 2009	17,1	12,2
<b>Valorisation du groupe</b>	<b>17,5</b>	<b>12,4</b>

*b) Méthode des DCF*

L'approche par les DCF a le mérite d'être plus globale et vise à prendre en compte tout à la fois : la rentabilité et les besoins d'exploitation et d'investissements liés à la croissance.

C'est une approche de majoritaire et d'investisseur à long terme.

Avec les données du BP jusqu'en 2012, un taux sans risque de 4,5%, une prime de risque du marché de 6,7% et une prime spécifique que nous estimons à 25% le coût des fonds propres ressort à 12,4% et le CMCP à 10%. Par prudence, nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2,5%.

Taux sans risque	4,5%
Prime de Marché	6,7%
Béta	0,80
Prime spécifique	25%
<b>Coût du capital</b>	<b>12,4%</b>
Coût de la dette	7,0%
Taux d'imposition	33%
<b>Coût net de la dette</b>	<b>4,7%</b>
Dette nette	8,6
Part de la dette	31,7%
<b>Taux d'actualisation</b>	<b>10,0%</b>

Au 01/06/08 en m€	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17	Normatif
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>57,0</b>	<b>63,0</b>	<b>67,5</b>	<b>71,0</b>	<b>74,0</b>	<b>77,7</b>	<b>81,6</b>	<b>84,0</b>	<b>86,6</b>	<b>89,2</b>	<b>91,4</b>
<b>Résultat d'Exploitation</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,5</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>
<i>Marge d'exploitation</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>6,3%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>
DAP nettes	-1,3	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>1,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>6,0</b>	<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>	<b>8,7</b>	<b>8,8</b>
Taux imposition	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Impot théorique	-0,6	-1,0	-1,2	-2,0	-2,5	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,9	-2,9
<b>Excédent Net d'Exploitation</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>
Variation du BFR	-1,4	-1,3	-1,0	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9
Investissements	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
<b>Free Cash Flow d'exploitation</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>
coeff	0,58	1,58	2,58	3,58	4,58	5,58	6,58	7,58	8,58	9,58	11,00
FCF d'exploitation actualisés	-1,67	-0,64	0,03	1,25	1,84	1,78	1,71	1,60	1,50	1,40	

Avec l'ensemble de ces données, la valeur des fonds propres s'établit à 18,7m€, soit 13,3 euros par action.

Somme des flux actualisés (m€)	10,5
Valeur finale actualisée (m€)	16,8
Endettement net ajusté (m€)	8,6
<b>Valeur des fonds propres (m€)</b>	<b>18,7</b>
Valorisation de l'économie d'IS	0,0
<b>Valorisation globale (m€)</b>	<b>18,7</b>

La synthèse de nos deux méthodes nous donne notre objectif de cours de 12,9 euros par action.

Synthèse Valorisation	m€	par action (€)
Comparables	17,5	12,4
DCF	18,7	13,3
<b>Moyenne</b>	<b>18,1</b>	<b>12,9</b>

Achevée de rédiger le 13/06/08

#### Détection de conflit d'intérêt

Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité
Non	Non	Oui	Non	Oui

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions émises par le société. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux articles 321-122 à 321-142 du Règlement général de l'AMF.

Compte de Résultat (m€)	12/06	12/07e	12/08e	12/09e	12/10e	12/11e	12/12e
Chiffre d'affaires	47,1	49,6	57,0	63,0	67,5	71,0	74,0
<i>Variation</i>		5%	15%	11%	7%	5%	4%
Marge Brute	24,6	25,9	29,8	32,0	34,7	36,2	37,8
<i>Marge Brute (%)</i>	52%	52%	52%	51%	51%	51%	51%
Excédent Brut d'Exploitation	1,1	1,7	3,0	3,7	4,9	6,0	7,4
<i>Marge Brute d'Exploitation</i>	2%	3%	5%	6%	7%	8%	10%
Résultat Opérationnel Courant	0,2	0,6	1,7	2,2	3,4	4,5	5,9
<i>Marge Opérationnelle Courante</i>	1%	1%	3%	4%	5%	6%	8%
Résultat Opérationnel	0,5	0,5	1,7	2,2	3,4	4,5	5,9
<i>Marge opérationnelle</i>	1%	1%	3%	4%	5%	6%	8%
Résultat courant avant impôt	0,3	0,1	1,3	1,8	3,0	4,1	5,5
Résultat net	0,26	0,19	0,88	1,22	1,98	2,72	3,71
<i>Marge nette</i>	1%	0%	2%	2%	3%	4%	5%
Résultat net part du groupe	0,3	0,2	0,9	1,2	2,0	2,7	3,7
<i>Marge nette part du groupe</i>	1%	0%	2%	2%	3%	4%	5%
Résultat net part du groupe ajusté	0,3	0,2	0,9	1,2	2,0	2,7	3,7
Bilan actif (m€)	12/06	12/07e	12/08e	12/09e	12/10e	12/11e	12/12e
Immobilisation incorporelles	2,4	2,8	3,3	3,6	3,9	4,1	4,2
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisation corporelles	2,9	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Autres actifs non courants	0,9	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5
<b>Total actif non courant</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>
Stocks	8,4	9,7	11,1	12,3	13,2	13,9	14,5
Clients	12,5	12,3	14,2	15,7	16,8	17,7	18,4
Autres créances	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
autres actifs courants	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
VMP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Disponibilités	2,9	1,8	0,8	0,5	1,3	3,0	5,8
<b>Total trésorerie</b>	<b>2,9</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>3,0</b>	<b>5,8</b>
<b>Total actif courant</b>	<b>23,8</b>	<b>23,9</b>	<b>26,2</b>	<b>28,5</b>	<b>31,3</b>	<b>34,5</b>	<b>38,7</b>
<b>Total actif</b>	<b>30,0</b>	<b>30,6</b>	<b>33,2</b>	<b>35,9</b>	<b>39,0</b>	<b>42,5</b>	<b>47,0</b>
Bilan passif (m€)	39082,0	39447,0	39812,0	40177,0	40542,0	40907,0	41272,0
Fonds propres part du groupe	7,8	7,8	8,7	9,9	11,9	14,6	18,3
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fonds propres</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>8,7</b>	<b>9,9</b>	<b>11,9</b>	<b>14,6</b>	<b>18,3</b>
provisions pour risques et charges	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5
Dettes financières non courantes	2,4	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Autres passifs non courants	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total passif non courant</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>
Fournisseurs	10,1	11,5	13,3	14,7	15,7	16,5	17,2
Dettes financières courantes	8,0	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
Autres passifs courants	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Total passif courant</b>	<b>18,6</b>	<b>19,6</b>	<b>21,4</b>	<b>22,8</b>	<b>23,8</b>	<b>24,7</b>	<b>25,4</b>
<b>Total passif</b>	<b>30,0</b>	<b>30,6</b>	<b>33,2</b>	<b>35,9</b>	<b>39,0</b>	<b>42,5</b>	<b>47,0</b>
Eléments de bilan (m€)	12/06	12/07e	12/08e	12/09e	12/10e	12/11e	12/12e
Fonds de roulement	6,5	5,6	6,1	7,1	8,8	11,3	14,8
BFR d'exploitation	10,8	10,5	12,1	13,3	14,3	15,0	15,7
BFR	10,3	10,1	11,6	12,8	13,8	14,5	15,2
Capitaux employés (hors goodwill)	15,6	16,3	18,4	20,0	21,2	22,1	22,9
Capitaux employés (inclus goodwill)	15,6	16,3	18,4	20,0	21,2	22,1	22,9
Endettement net	7,4	7,6	8,6	9,0	8,2	6,5	3,7
Gearing	96%	98%	99%	90%	69%	44%	20%
Cash Flow Statement (m€)	12/06	12/07e	12/08e	12/09e	12/10e	12/11e	12/12e
Résultat net	0,3	0,2	0,9	1,2	2,0	2,7	3,7
DAP nettes	(0,9)	(1,1)	(1,3)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
Autres impacts non cash	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
<b>Cash Flow Brut</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>
Variation du BFR	(1,1)	0,2	(1,4)	(1,3)	(1,0)	(0,7)	(0,6)
Investissements	(0,3)	(1,9)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>
Distribution	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital							
<b>Variation du cash net</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission.

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

## ANALYSTES FINANCIERS

Daniel Anizon  
Chimie - Pharmacie - Biotech

☎ 01 44 88 77 88

✉ E-mail : danizon@invest-securities.com

Benoît Faure-Jarrosso  
Immobilier

☎ 01 44 88 77 97

✉ E-mail : bfaure-jarrosso@invest-securities.com

Nicolas Maïquès  
Media - Telecom - Informatique - Internet

☎ 01 44 88 77 98

✉ E-mail : nmaiques@invest-securities.com

Katy Scebat  
Mid Small caps - Environnement

☎ 01 44 88 77 95

✉ E-mail : kscebat@invest-securities.com

Laurent Wilk  
Promotion immobilière - Distribution – Environnement - Loisirs

☎ 01 44 88 77 97

✉ E-mail : lwilk@invest-securities.com

## SALLE DE MARCHÉ

Eric d'Aillères  
Directeur Général Délégué

☎ 01 44 88 77 99

✉ E-mail : edaillieres@invest-securities.com

Thierry Roussilhe  
Vente institutionnelle

☎ 01 44 88 77 99

✉ E-mail : troussilhe@invest-securities.com

Pascal Hadjedj  
Vente institutionnelle

☎ 01 44 88 77 99

✉ E-mail : phadjedj@invest-securities.com

Kaspar Stuart  
Vente institutionnelle

☎ 01 44 88 77 99

✉ E-mail : kstuart@invest-securities.com

Dominique Humbert  
Négociateur

☎ 01 44 88 77 99

✉ E-mail : dhumbert@invest-securities.com

Frédéric Micaelli  
Négociateur

☎ 01 44 88 77 99

✉ E-mail : fmicaelli@invest-securities.com

René Reymond  
Négociateur

☎ 01 44 88 77 99

✉ E-mail : rreymond@invest-securities.com

Claude Bouyer  
Relation Investisseurs institutionnels

☎ 01 44 88 88 02

✉ E-mail : clbouyer@invest-securities.com