



ETUDE FINANCIERE



Invest *Securities*
Ingénierie Financière

Avertissement

Cette étude a été réalisée sur la base des informations à caractère général et des documents comptables et financiers qui nous ont été communiqués par les dirigeants de la société LAMARTHE.

Il n'entre pas dans la mission d'International Capital Bourse de vérifier l'exactitude, le caractère pertinent ou l'exhaustivité des informations données par la société et ses représentants, informations réputées complètes, exactes, pertinentes.

Ni la responsabilité d'International Capital Bourse, ni celle de ses collaborateurs ne sauraient être engagées, à quelque titre que ce soit, s'il apparaissait que l'un quelconque des documents sur le fondement duquel notre étude a pu être élaborée, s'avérait ne pas refléter de la façon la plus exacte possible, la réalité économique et financière de la société étudiée.

L'évaluation obtenue correspond à la meilleure perception d'International Capital Bourse, à la date de réalisation de cette étude, de la valeur de la société évaluée, déterminée à partir des informations mises à disposition dans le cadre décrit ci-dessus. International Capital Bourse, ou ses collaborateurs, ne sauraient toutefois garantir que la valeur obtenue correspondrait ou coïnciderait avec un prix effectif qui pourrait être payé au cours d'une transaction ou arrêté dans le cadre d'une négociation, voire toute opération ou tout calcul faisant intervenir cette valeur.

Le présent document ne constitue ni une offre, ni une invitation à acheter ou à souscrire des valeurs mobilières ou d'autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers.

Le présent document a été communiqué à la société préalablement à sa diffusion.

SOMMAIRE

Résumé – Conclusion..... 4

Historique de la société..... 5

Le marché et ses évolutions..... 6

Une organisation pour mettre à profit les tendances du marché..... 9

Prévisions financières..... 14

Evaluation..... 18

Annexes..... 23

Résumé - conclusion

Une marque établie : La société fondée en 1930 a toujours privilégié la qualité et l'innovation. Dans les années soixante-dix, la marque faisait partie des 3 « L » : LAMARTHE, Lancel et Longchamp. Après avoir été cédée par Groupe ANDRE à FINDUCK, qui exploite la marque Mandarina Duck, la société a été reprise par Mario GARDINI en juillet 2004.

Une stratégie offensive : La société mise sur la créativité et le développement de son réseau commercial pour faire croître son chiffre d'affaires. L'organisation du stylisme combinant ressources internes et externes, ainsi que des partenariats permettent à LAMARTHE d'être très créatif dans un secteur où la clientèle recherche désormais plus un modèle qu'une marque et qui fait preuve d'un nomadisme accentué par le phénomène de multi possession. Cela constitue une opportunité pour LAMARTHE dont la part de marché est encore faible alors que le secteur de la maroquinerie est en croissance régulière dans un secteur du luxe dont les ventes sont volatiles.

Une production de qualité : La présence dans le haut de gamme nécessite un maximum d'attention portée à la qualité. Au-delà de la conception du produit, le contrôle s'effectue depuis la réception des matières premières jusqu'à la réception des produits finis à la plate-forme de distribution. La production en direct dans l'usine de Roumanie contribue à la maîtrise de la qualité.

Une rentabilité retrouvée : La mise en œuvre de la nouvelle stratégie et les investissements engagés en 2005, vont permettre de retrouver une rentabilité comparable à celles des autres sociétés du secteur. Les frais de commercialisation et de marketing vont être répartis sur un chiffre d'affaires en nette hausse (plus de 10% par an pendant cinq ans) et la structure du siège peut absorber la croissance sans moyen supplémentaire. L'augmentation de capital de 4 millions d'euros permettra d'améliorer la structure financière et de supporter la croissance du BFR liée au développement de l'activité. La rentabilité des fonds propres atteinte en 2007 permettrait de distribuer un tiers du résultat net si la société ne trouve pas d'opportunité d'investissement pour accélérer sa croissance.

Une valorisation modeste au regard du secteur du luxe et du potentiel : La mise sur le marché se fait sur la base d'une valorisation de 18 à 21 millions d'euros post money. Celle-ci est inférieure aux valeurs trouvées par la méthode des comparables sur la base de 2006 et encore plus de 2007 (25 à 33 M d'euros). La méthode des DCF confère à la société une valeur de 38,6 millions d'euros. Le potentiel de hausse est donc important à court terme mais aussi à moyen terme du fait de l'effet combiné de la croissance du chiffre d'affaires et de la restauration des marges.

I - HISTORIQUE DE LA SOCIETE

En 1930, Monsieur Alfred LAMARTHE fonde la société éponyme, dédiée à la petite maroquinerie de luxe et aux accessoires pour fumeurs.

La première boutique est ouverte en 1946 et la société se concentre sur la maroquinerie haut de gamme. Dans les années soixante-dix, elle est une des premières entreprises françaises de maroquinerie traditionnelle avec Longchamps et Lancel (cf. les « 3L »). En effet sous l'impulsion de Didier Lhostis, créatif toujours à la recherche de l'inédit, LAMARTHE prend un essor considérable. La créativité est illustrée par le dépôt de nombreux brevets qui sont encore utilisés aujourd'hui par les plus grandes marques de maroquinerie. La société offre uniquement des objets en cuir, distribués par des multimarques mais également par les grands magasins. En 1982, LAMARTHE ouvre une première boutique (Rue Daunou), puis une deuxième en 1986. Pour faire face à la stagnation de l'économie nationale depuis le début des années quatre-vingt, la société se tourne vers l'exportation afin d'exploiter l'attrait de la clientèle internationale pour la qualité et l'originalité de ses produits. C'est durant cette période que la marque choisit la licorne comme symbole.

En 1990, la société est rachetée par le groupe ANDRE ce qui devait lui permettre d'accélérer son développement grâce à des ressources plus importantes et en particulier mettre en œuvre une stratégie internationale beaucoup plus ambitieuse. Cela se traduit par l'ouverture de boutiques à Tokyo, Osaka et Hong Kong. Au plan industriel, les ateliers sont transférés de la région parisienne à Chambéry. Mais la poursuite de la stagnation économique en France et la forte concurrence, en particulier des pays asiatiques contrarient les projets de la société. Et cela d'autant plus que le groupe André, dispersé sur un trop grand nombre d'activités souvent acquises à des prix élevés, peine à faire face aux besoins de la croissance de LAMARTHE.

Le groupe André choisit de se recentrer et cède plusieurs activités. LAMARTHE est acquis, en 1996, par le groupe italien Finduck, propriétaire notamment de la marque Mandarin Duck. La production est alors transférée en Italie et sous-traitée. Une équipe de stylistes est recrutée et travaille depuis Bologne. Les boutiques parisiennes ayant été fermées, une boutique phare est ouverte en septembre 2002 dans le 6^{ième} arrondissement, rue Bonaparte. Une boutique dédiée à la vente des modèles des collections antérieures est ouverte à Vallée Village, le centre commercial situé à Marne La Vallée et réunissant des enseignes haut de gamme qui commercialise là les modèles dont la vente est interrompue.

En 2000, Finduck confie à M. Mario GARDINI, alors directeur financier du groupe, la direction de LAMARTHE. Le développement se poursuit en particulier avec la création d'une filiale en Espagne et l'ouverture de deux magasins en franchise à Barcelone en mai 2003 et à Valence en novembre 2004.

Le groupe Finduck souhaitant se concentrer sur la marque « Mandarin Duck », Mario GARDINI avec deux actionnaires financiers, rachète LAMARTHE en Juillet 2004 ainsi que la société italienne OSSYGENO qui regroupe le bureau de style de LAMARTHE mais aussi la marque (pour des raisons fiscales).

Une nouvelle stratégie de développement est mise en œuvre grâce à l'autonomie retrouvée.

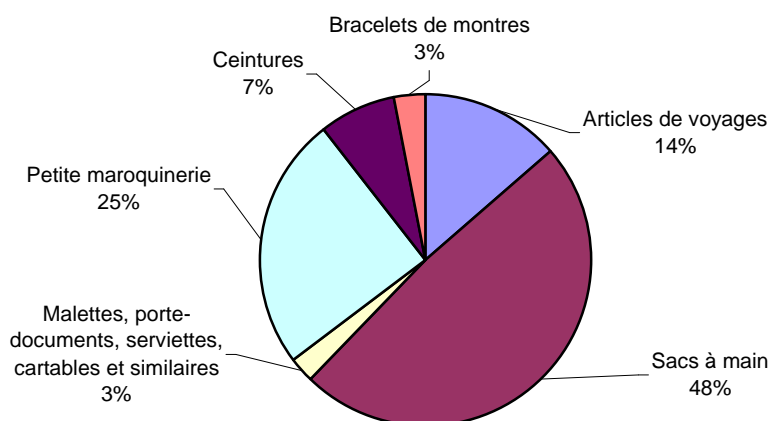
II - LE MARCHÉ

LAMARTHE évolue dans le secteur de la maroquinerie. La maroquinerie est devenue une composante du marché du luxe.

Le marché mondial du luxe est estimé à plus de 100 milliards d'euros. La consommation est très sensible à la conjoncture économique mais aussi aux variations des devises.

Au sein de ce marché tel que cerné précédemment, la maroquinerie tient une place à part. Sa part est estimée à près de 10% mais le fait le plus remarquable est le développement de ce segment.

Répartition par segment de produits du marché mondial de la maroquinerie de luxe fin 2002



Source: Etude "la maroquinerie haut de gamme / luxe dans le monde" Eurostaf 2003

La croissance annuelle moyenne est estimée à plus de 10% alors que nombre de segments du marché du luxe sont en régression constante ou connaissent des évolutions aléatoires.

Il est vrai que le marché de la maroquinerie a beaucoup évolué.

A l'origine, le terme maroquinerie désigne le travail du cuir. Progressivement la notion s'est trouvée élargie à des produits intégrant d'autres matériaux tels que les tissus et le plastique. A l'opposé, le terme n'est plus utilisé que pour l'équipement de la personne, et non plus pour les produits à base de cuir tels que la sellerie par exemple. Mais l'évolution la plus notable est le passage de produits utilitaires à des accessoires de mode appartenant au luxe accessible. Il est vrai que les objets utilitaires sont désormais le fait de produits à bas prix, souvent dans des matières autres que le cuir ce qui contribue fortement à les rendre accessibles. L'émergence du plastique a permis à la maroquinerie de se hisser dans le secteur du luxe.

Cette mutation de la maroquinerie a permis aussi l'émergence de marques de luxe. Mais la créativité est devenue un facteur clef de succès face au déclin de l'utilitaire. Il est vrai que la créativité a aussi été favorisée par l'intégration de nouvelles matières, de couleurs jusque là difficiles à produire ou intégrer de manière durable dans un produit de qualité mais aussi par les techniques de fabrication. Les sociétés se sont dotées de bureaux d'études et de stylistes dans des proportions toujours plus importantes et aujourd'hui, pour les sacs à main, le calendrier des collections suit celui du prêt-à-porter avec un renouvellement continu sur le même rythme.

D'ailleurs, les fabricants de prêt-à-porter se sont lancés dans le sac à main, la chaussure ne faisant plus recette, alors que le sac à main a permis à quelques uns de percer dans un métier encombré et où les barrières à l'entrée sont faibles mais la croissance consommatrice de capitaux. Réussir avec un modèle permet de générer un autofinancement important, même s'il est ponctuel, pour accélérer le développement.

Les consommatrices sont passées d'un attachement à une marque à la recherche d'un modèle original. La créativité déclenche l'acte d'achat. Le renouvellement des produits est donc très fréquent mais la créativité doit être connue pour pouvoir être reconnue. Un effort très conséquent et soutenu de communication est donc devenu impératif et le réseau de distribution doit être adapté à l'image recherchée.

	Grandes surfaces	Détaillants multimarques	Grands Magasins	Magasins en propre ou exclusifs
Bas de gamme				
Moyen de gamme				
Haut de gamme				
Luxe				

Source société

La maroquinerie de luxe est représentée pour les trois quarts du marché par les sacs à main et la petite maroquinerie. Il s'agit d'un marché essentiellement féminin.

L'évolution principale est la multipossession et la remise en cause des marques, contrairement aux années quatre-vingt, et la recherche de produits créatifs. Le choix d'un produit au détriment de la marque conduit à un nomadisme important de la clientèle. Il n'existe plus de clivage entre les générations et une clientèle plus jeune mais aussi celle des classes moyennes s'est portée sur ce marché. La clientèle traditionnelle et régulière est la plus nomade alors que la clientèle occasionnelle est plus fidèle à la marque car elle n'a pas les moyens de se disperser sinon elle prendrait le risque de l'hétérogénéité.

Le nomadisme se produit même entre des marques de gammes différentes une même consommatrice pouvant acheter un sac chez un maroquinier de luxe ou dans une marque très contemporaine telle que PUMA.

Face au nomadisme et à l'achat d'impulsion, il est nécessaire de construire une gamme de produits équilibrée et optimisée entre les produits d'entrée de gamme, les produits étonnants, les best-sellers, les produits de réassurance...

Au plan géographique, le premier marché est le Japon. Les jeunes japonaises sont très consommatrices de maroquinerie de luxe et les ventes de produits de grandes marques ne cessent de progresser. Le Japon représente 24% du marché mondial mais le poids de la clientèle japonaise est encore plus important du fait des achats réalisés lors de déplacements à l'étranger.

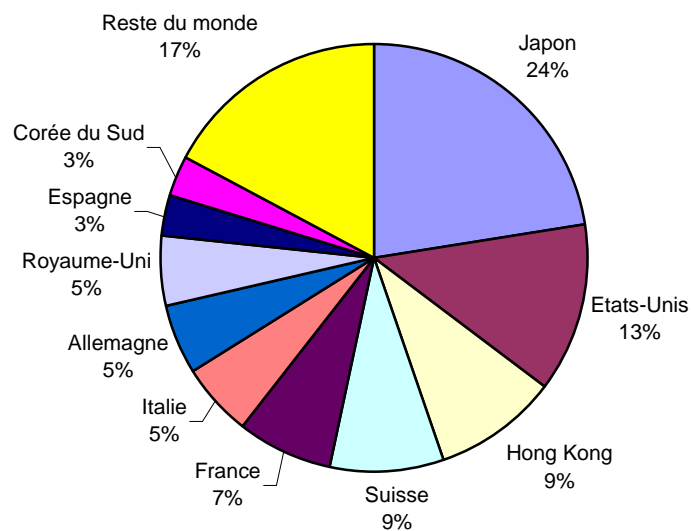
Ensuite viennent les Etats-Unis avec 13% du marché mondial essentiellement du fait du poids économique et démographique.

Le marché de HongKong avec 9% du marché mondial constitue un cas particulier avec deux clientèles distinctes. Tout d'abord la clientèle locale qui est très sensible aux marques en particulier étrangères. Ensuite les touristes qui recherchent les marques européennes de haut de gamme vendues dans les boutiques de luxe ou dans les « duty free ».

Enfin l'Europe représente 34% de la demande qui se répartissent essentiellement entre la France, l'Italie, la Grande-Bretagne, l'Espagne, l'Allemagne et la Suisse.

La croissance devrait se poursuivre à un rythme soutenu pour ces produits de luxe accessibles en particulier du fait de l'appétence de nouveaux marchés tels que la Chine, l'Inde ou les PECO.

Répartition géographique du marché mondial de la maroquinerie de luxe fin 2002



Source: Etude "la maroquinerie haut de gamme / luxe dans le monde" Eurostaf 2003

En revanche, il convient d'être conscient des aléas résultant des variations des parités monétaires, du tourisme mondial et en Asie en particulier mais aussi de la conjoncture en général. Un ralentissement économique ou des troubles géopolitiques ont un impact immédiat et important sur la consommation de ce type de produits.

III - UNE ORGANISATION POUR METTRE A PROFIT LES TENDANCES DU MARCHE

La création

Tout lancement de produit est précédé d'une étude menée par l'équipe de marketing de LAMARTHE. Les collections précédentes sont analysées par ligne de produit et par marché, en fonction des réseaux de distribution et prend en compte les marges dégagées. Cette étude assortie d'une veille concurrentielle (prix, style, communication, distribution, gamme...) et d'une analyse de tendance de la mode.

Pour compléter et enrichir cette étude, LAMARTHE fait appel en amont de toute collection aux trois principaux bureaux de tendances : Trend Union, Nelly Rodi et Peclers.

Le but de ces analyses est de faire ressortir :

- les tendances sociologiques
- les tendances de couleurs
- les tendances pour les matières
- les formes et le type de porté des sacs
- enfin les thématiques et références artistiques, la mode, les design, les graphismes permettant d'orienter les choix créatifs de la société.

Le bureau de style situé à Bologne, est composé de trois personnes sous la responsabilité d'un chef de produit. Leur profil technique les amène à être consultées en amont lors des études marketing.

Par ailleurs, LAMARTHE fait appel à deux ou trois stylistes externes afin de conserver un élan créatif, souvent en dehors du domaine de la maroquinerie tels que des designers industriels, des créateurs de prêt-à-porter ou encore de bijoux.

L'accent est mis sur la recherche de nouvelles matières. Une personne est spécialement affectée à cette démarche. La recherche est fondée sur des visites régulières chez les fournisseurs de peausserie et de tissus. Certains tisseurs par ailleurs, proposent des tissus avec une adaptation des coloris choisis par l'équipe de style. LAMARTHE obtient une exclusivité des tissus, au moins pour la durée d'une collection. Cette démarche d'exclusivité n'est pas possible pour les peaux.

La modèlerie procède au pré façonnage des sacs, leur mise en forme et à l'étude de faisabilité en fonction de la construction envisagée par les stylistes mais aussi des matières utilisées.

LAMARTHE dispose de quatre modélistes qui peuvent être assistés par un conseil extérieur qui apporte une expertise complémentaire suivant les prototypes à exécuter.

Le prototype est présenté aux équipes commerciales et marketing qui feront part d'éventuelles modifications à apporter pour mieux les adapter aux attentes des consommateurs.

Une fois le modèle arrêté, les modélistes établissent une fiche par produit qui reprend les composants et les matières employées et des éléments techniques tels que le temps de fabrication.

L'offre est constituée de 15 lignes de sacs et de petite maroquinerie décomposée en huit lignes « basiques » dont deux renouvelées chaque saison et sept lignes nouvelles. Les neuf dixièmes du millier de références sont nouvelles. Une collection de référence est livrée au début de chacune des deux saisons suivie d'un « flash » d'actualisation en milieu de saison.

La production

La production est le fait pour une part de l'usine de production propre, située en Roumanie, et pour le reste de la sous-traitance.

Depuis octobre 2004, LAMARTHE dispose de son propre outil de production, par le biais de sa filiale OXIROM. La société est locataire des locaux situés à Sibiu. L'usine produit uniquement pour LAMARTHE et ne produit que des sacs à main.

L'usine assure le contrôle qualité des matières premières nécessaires à l'intégralité de la production, interne et sous-traitée,

L'usine dispose de six lignes de production permettant de produire en moyenne 950 pièces par jour. Sachant que la semaine de travail comprend six jours en Roumanie. Le nombre moyen de pièces peut varier en fonction des modèles produits, les temps pour élaborer un sac pouvant varier de cinquante cinq minutes à trois heures.

LAMARTHE fait systématiquement appel à la sous-traitance industrielle pour réaliser une partie de ses produits, en partie pour gérer les pics d'activité mais aussi pour optimiser les coûts. Les sous-traitants ont pour unique activité la confection de maroquinerie et sont donc des spécialistes. L'essentiel de la sous-traitance est le fait de deux entreprises et la part de LAMARTHE dans leur activité est environ de 25 % et 60% respectivement.

La sous-traitance concerne environ 40% de la production de sacs à main et la totalité des articles de petite maroquinerie. Les sous-traitants sont gérés par l'usine roumaine, nombre d'entre eux étant situés en Roumanie. Le reste des sous-traitants est situé en Chine (10% de la sous-traitance) et en Italie (5% de la sous-traitance).

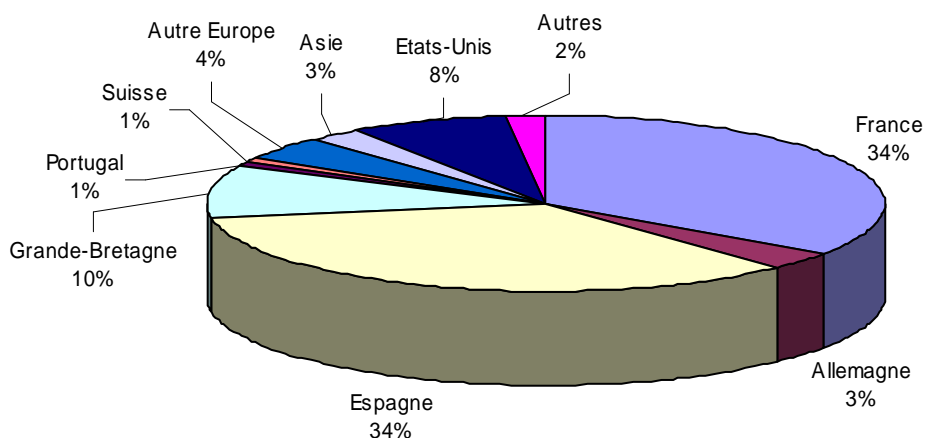
Les sous-traitants sont régulièrement contrôlés par deux responsables de la qualité. Les produits sous-traités sont ceux ne faisant pas partie du cœur de métier de LAMARTHE ou des sacs nécessitant de nombreuses phases de manutention ou des produits en tissu qui requièrent moins de savoir-faire.

Le positionnement haut de gamme nécessite un contrôle qualité tout au long de la production. LAMARTHE visite régulièrement ses fournisseurs de matières premières. De plus, la société change tous les deux ans de fournisseurs de peaux pour s'assurer un service de qualité. Chaque peau est vérifiée en Roumanie puis utilisée sur place ou envoyée chez les sous-traitants. Les contrôles se poursuivent lors de la production et à l'achèvement du travail.

La distribution

LAMARTHE est présent dans 500 points de vente dans le monde. La distribution est le fait de détaillants multimarques, de grands magasins ou encore de magasins détenus en propre. Les ventes par Internet représentent un peu plus de 4% et n'est pas destinée à se développer au-delà pour des questions d'image. En France et en Espagne, la distribution est assurée par un réseau de commerciaux salariés. En dehors de ces deux marchés, la vente est le fait d'agents et de distributeurs. A ce jour, la société a recours à cinq agents : deux en Allemagne, un en Italie et un en Suisse. Ces agents sont rémunérés par un pourcentage des ventes payées ce qui limite le risque client et permet de maîtriser les délais de règlement.

Répartition géographique du chiffre d'affaires 2005



Source société

Les distributeurs sont au nombre de quatre et couvrent l'Amérique centrale et du Sud, l'Amérique du Nord, le Japon, le Moyen-Orient, la Russie et la Grèce.

La distribution directe

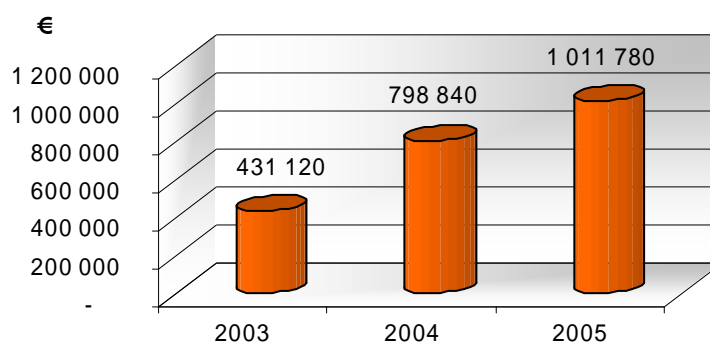
Fin 2005, LAMARTHE dispose de trois boutiques en propre et de deux boutiques en franchise en Espagne. Les ventes par boutique ont augmenté du fait de l'implantation d'un nouveau concept de mobilier. En France, la boutique LAMARTHE située Rue Bonaparte bénéficie d'un emplacement de qualité et dispose d'une très large vitrine permettant de mettre en avant la quasi-totalité de la collection, ce qui est capital pour un point de vente unique. Le second magasin est celui de Marne-la-Vallée, implantée dans une galerie commerçante (La Vallée Village) dédiée aux magasins d'usine de marques prestigieuses. La boutique ne propose donc que des collections des saisons précédentes. Une autre boutique devrait ouvrir en juin dans le quartier de l'Opéra.

en % du chiffres d'affaires consolidé	2003	2004	2005
Grands magasins	42 %	47 %	47 %
Détaillants multimarques	52 %	42 %	40 %
Boutiques en propre	4 %	7 %	7 %
Boutiques Aéroports	-	1 %	2 %
Corners clients détaillants multimarques (*)	2 %	3 %	4 %
TOTAL	100 %	100 %	100 %

(*) Magasins multimarques ayant implanté du mobilier LAMARTHE./ source société

En Espagne, la filiale a ouvert deux magasins en franchise, la première à Barcelone en 2003 et la seconde à Valence en novembre 2004. Enfin, LAMARTHE a ouvert en octobre 2005 une boutique en propre à Madrid.

Chiffre d'affaires boutiques



Source : LAMARTHE

LAMARTHE est référencé dans la plupart des grands magasins en France, en Espagne et en Allemagne. Les grands magasins sont un canal incontournable car ils drainent un flux de clientèle important, régulier et comprenant un grand nombre de touristes internationaux. Dans chacun d'entre eux, LAMARTHE dispose d'un stand animé par des démonstratrices salariées expérimentées (cinq ans d'ancienneté en moyenne). En 2004, un nouveau concept de mobilier a été mis en place qui en améliorant la visibilité a permis d'augmenter les ventes de 30 à 50%.

Les détaillants multimarques, au nombre de 130 en France et de 135 en Espagne, ont également la possibilité d'utiliser le nouveau concept. Les détaillants sont démarchés par six commerciaux.

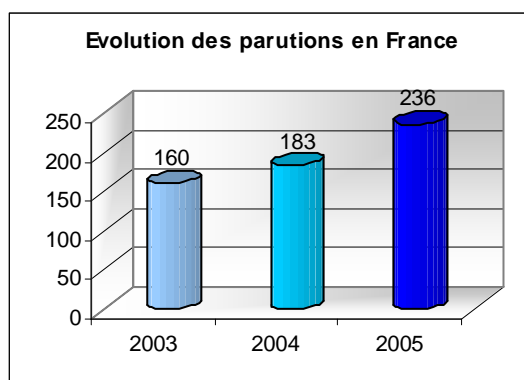
La communication

Le positionnement haut de gamme et la nécessité de faire connaître les créations de LAMARTHE expliquent l'importance de la stratégie et du budget de communication comme l'ensemble des sociétés du secteur.

LAMARTHE fait appel à deux agences de relation presse. L'agence Pietri située à Paris couvre la France et l'agence Replica située à Madrid intervient pour le marché espagnol. Dans les autres pays, les agents et les distributeurs reçoivent les éléments nécessaires pour communiquer avec la presse.

La société favorise ce canal plutôt que les dépenses publicitaires qui dans ce secteur doivent être considérables pour avoir un impact durable. Cette stratégie permet d'obtenir de nombreux articles dans l'ensemble de la presse féminine et professionnelle en France et à l'étranger.

Le nombre de rédactionnels ne cesse d'augmenter grâce au recours à des bureaux reconnus sur les marchés de référence.



Ce recours aux rédactionnels n'empêche pas l'investissement publicitaire. Pour chaque collection, avec le concours de l'agence Leg du Groupe HAVAS, la société fait réaliser un visuel pour chacune des collections. Il sera ensuite décliné sur les supports de publicité sur les lieux de vente.

Depuis 2005, la société participe aux deux principaux salons professionnels :

- le MIPEL à Milan qui constitue la référence mondiale et qui vient de s'achever
- et le salon d'OFFENBACH en RFA qui est plus européen.

Outre le contact avec la clientèle pertinente, les salons permettent à LAMARTHE de figurer parmi les acteurs du haut de gamme de la profession.

Mais le vecteur le plus original de communication est sans aucun doute les partenariats avec des marques. Des lignes de produits sont conçues dont le thème est en rapport avec la marque associée. A ce jour, les marques suivantes ont participé à ce type d'opération :

- Jacadi
- Evian
- Bourgeois (conçu pour ranger des produits Bourgeois)
- Hédiard
- Moët et Chandon (permettant de transporter une bouteille)
- Crayola (un sac blanc avec une pochette de crayons pour que les enfants puissent dessiner sur le sac pour la Fête des Mères).

L'effort publicitaire représente un peu plus de 5% en 2005 et devrait atteindre 7% du CA en 2006.

La politique de développement

LAMARTHE compte exploiter des synergies produites pour capitaliser sur son succès dans le sac à main en développant :

- la petite maroquinerie coordonnée, ou non, à ses lignes de sac à main,
- une ligne de bagage complète de dix modèles positionnée exclusivement pour la clientèle féminine,
- une ligne de bagages mixte ,

- une ligne de bagage masculine,
- la bijouterie fantaisie, facile à réaliser et qui permet de compléter l'offre des points de vente en propre et en les rendant donc plus attractifs. Le chiffre d'affaires complémentaire pourrait être substantiel.

La communication va être amplifiée dans le domaine du « media print » et les partenariats avec des partenaires de renom ou des créateurs. Ce type d'opération est un moyen efficace de faire l'actualité sur les produits LAMARTHE par le biais des vecteurs de communication des partenaires et d'avoir des retombées importantes si le créatif est très impliqué dans le monde de la mode.

Grâce à son réseau de distribution et à sa présence dans le haut de gamme, LAMARTHE a pu développer une activité complémentaire en devenant agent ou distributeur pour d'autres marques. Le premier contrat d'agent a été signé avec le groupe italien FINDUCK en juin 2004. La société est également agent pour les sacs et bagages Tommy Hilfiger en Espagne.

La filiale italienne vient de signer un contrat d'agent commercial avec l'italien PIQUADRO pour la distribution de produits de maroquinerie (cartables, valises et sacs). Cela constituera un apprentissage pour pénétrer le marché du bagage.

D'autres contrats sont en cours de négociation et devraient permettre de rentabiliser et de renforcer le réseau de distribution.

IV - PREVISIONS FINANCIERES

LAMARTHE dans sa structure actuelle a débuté au milieu de 2004, et seuls les chiffres de 2005 reflètent la nouvelle gestion de la société et le potentiel qui sera exploité notamment avec les ressources financières de l'augmentation de capital réalisée à l'occasion de l'introduction en bourse. Beaucoup de décisions prises depuis 2004 n'ont pas encore eu d'effets positifs sur les comptes, telle que la production en interne à partir de l'usine située en Roumanie.

Nos prévisions sont fondées sur la stratégie expliquée auparavant et s'appuient sur les données pro forma fournies par la société. Nous estimons que le chiffre d'affaires devrait croître de 13% en 2006 et en 2007, puis d'un peu plus de 10% jusqu'en 2010. Les proportions entre les différentes zones géographiques et canaux de distribution devraient rester stables sur la période.

Pays	2006		2007		2008		2009		2010					
	Répart.		Répart.	Variat.	Répart.	Variat.	Répart.	Variat.	Répart.	Variat.				
France														
Détaillants														
multimarques	2,30	13,7%	2,60	13,7%	13,0%	2,90	13,8%	11,5%	3,10	13,2%	6,9%	3,50	13,5%	12,9%
Grande														
Distribution	3,00	17,9%	3,30	17,4%	10,0%	3,50	16,7%	6,1%	3,75	16,0%	7,1%	4,00	15,4%	6,7%
total France	5,30	31,5%	5,90	31,0%	11,3%	6,40	30,5%	8,5%	6,85	29,1%	7,0%	7,50	28,8%	9,5%
Espagne/Portugal	4,30	25,6%	4,70	24,7%	9,3%	5,20	24,8%	10,6%	5,40	23,0%	3,8%	5,60	21,5%	3,7%
Allemagne	1,00	6,0%	1,10	5,8%	10,0%	1,21	5,8%	10,0%	1,35	5,7%	11,6%	1,50	5,8%	11,1%
Italie	0,12	0,7%	0,20	1,1%	66,7%	0,25	1,2%	25,0%	0,33	1,4%	30,0%	0,60	2,3%	84,6%
Reste de l'Europe	0,83	4,9%	1,09	5,7%	31,3%	1,20	5,7%	10,1%	1,32	5,6%	9,6%	1,44	5,5%	9,5%
S/TOTAL EUROPE	11,55	68,8%	13	68,4%	12,5%	14,2	67,9%	9,8%	15,2	64,8%	6,9%	16,6	64,0%	9,2%
Etats-Unis	1,00	6,0%	1,20	6,3%	20,0%	1,45	6,9%	20,8%	1,90	8,1%	31,0%	2,20	8,5%	15,8%
Canada	0,08	0,5%	0,10	0,5%	25,0%	0,11	0,5%	10,0%	0,12	0,5%	9,1%	0,15	0,6%	25,0%
Autre	0,02	0,1%	0,03	0,2%	50,0%	0,03	0,1%	0,0%	0,04	0,2%	33,3%	0,05	0,2%	25,0%
S/TOTAL AMERIQUES	1,10	6,5%	1,33	7,0%	20,9%	1,59	7,6%	19,5%	2,06	8,8%	29,6%	2,40	9,2%	16,5%
Taiwan	0,07	0,4%	0,08	0,4%	14,3%	0,10	0,5%	25,0%	0,12	0,5%	20,0%	0,14	0,5%	16,7%
Japon	0,55	3,3%	0,60	3,2%	9,1%	0,65	3,1%	8,3%	1,00	4,3%	53,8%	1,20	4,6%	20,0%
S/TOTAL ASIE	0,62	3,7%	0,68	3,6%	9,7%	0,75	3,6%	10,3%	1,12	4,8%	49,3%	1,34	5,2%	19,6%
Moyen-Orient et Golfe Persique	0,15	0,9%	0,15	0,8%	0,0%	0,20	1,0%	33,3%	0,25	1,1%	25,0%	0,30	1,2%	20,0%
S/TOTAL MOYEN-ORIENT	0,15	0,9%	0,15	0,8%	0,0%	0,20	1,0%	33,3%	0,25	1,1%	25,0%	0,30	1,2%	20,0%
Australie	0,10	0,6%	0,11	0,6%	10,0%	0,13	0,6%	13,6%	0,22	0,9%	76,0%	0,25	1,0%	13,6%
Internet	0,80	4,8%	0,80	4,2%	0,0%	0,80	3,8%	0,0%	1,00	4,3%	25,0%	1,10	4,2%	10,0%
S/TOTAL AUTRES MARCHES	0,90	5,4%	0,91	4,8%	1,1%	0,93	4,4%	1,6%	1,22	5,2%	31,9%	1,35	5,2%	10,7%
Total Ventes en gros	14,32	85,2%	16,1	84,5%	12,2%	17,7	84,4%	10,4%	19,9	84,6%	12,2%	22,0	84,7%	10,8%
Ventes de détail														
Ventes nettes														
Corte Ingles	1,18	7,0%	1,30	6,8%	10,0%	1,43	6,8%	10,0%	1,57	6,7%	10,0%	1,73	6,6%	10,0%
Boutiques en propres	1,30	7,7%	1,65	8,7%	26,5%	1,85	8,8%	12,3%	2,04	8,7%	10,5%	2,25	8,6%	10,0%
Total Détail	2,48	14,8%	2,94	15,5%	18,7%	3,27	15,6%	11,3%	3,61	15,4%	10,3%	3,97	15,3%	10,0%
Ventes totales	16,80	100%	19,0	100%	13,1%	21,0	100%	10,5%	23,5	100%	11,9%	26,0	100%	10,6%

Source : prévisions d'Invest Securities

La fin des éléments exceptionnels (lancement de la production en propre par exemple) qui ont marqué 2004 et 2005 devrait permettre à partir de 2006 d'avoir une structure de coûts conforme à celle observée dans le secteur. En 2006, les autres charges externes vont se contracter pour passer de 44,1% à 36,9%. C'est le principal élément qui explique l'amélioration de la marge d'exploitation en 2006. (11,2% contre 3,2% en 2005). Les années suivantes, la poursuite de la maîtrise des charges externes et des gains de productivité permettent de voir la marge d'exploitation progresser pour atteindre 21,7% en 2010. Les frais de personnel voient leur part diminuer car la structure du siège peut supporter la croissance de l'activité sans ressources supplémentaires. Nous n'avons pas intégré d'augmentation des prix de vente comme en témoigne la stabilité de la part des achats de matières premières. Le marché reste concurrentiel et il est donc difficile d'intégrer une progression des prix jusqu'en 2010.

Les frais financiers qui représentaient 1,5% en 2005, devraient baisser du fait de l'augmentation de capital pour ne plus être que de 1% en 2007 où le plein effet se fera sentir. L'activité est saisonnière avec les six dixièmes de l'activité au deuxième semestre. Actuellement, la société a recours à l'affacturage qui représentait un montant de 1,6 millions fin 2005. Nous avons considéré dans nos prévisions que la société pourrait désormais s'en affranchir.

	2004		2005			2006		
		Répart.		Répart.	Variation		Répart.	Variation
Produits d'exploitation	11,619	97,67%	15,551	100,00%	33,84%	16,80	100%	8,0%
Achats consommés	4,673	39,28%	3,934	25,30%	-15,81%	4,03	24,0%	2,5%
Charges de personnel	2,619	22,02%	3,905	25,11%	49,10%	4,20	25,0%	7,6%
Autres charges d'exploitation	4,674	39,29%	6,863	44,13%	46,83%	6,20	36,9%	-9,7%
Dot amort prov	0,284	2,39%	0,354	2,28%	24,65%	0,49	2,9%	38,4%
total charges d'exploitation	12,25	102,98%	15,056	96,82%	22,91%	14,92	88,8%	-0,9%
Résultat d'exploitation (EBIT)	-0,354	-2,98%	0,495	3,18%	-239,83%	1,88	11,2%	279,4%
Produits financiers	0,017	0,14%	0,06	0,39%	252,94%	0,18	1,1%	200,0%
Charges financiers	0,131	1,10%	-0,295	-1,90%	-325,19%	-0,36	-2,1%	20,9%
Résultat courant avant impôt	-0,468	-3,93%	0,26	1,67%	-155,56%	1,70	10,1%	554,3%
Résultat exceptionnel	0	0,00%	-0,017	-0,11%			0,0%	NS
Impôts sur les résultats	0,623	5,24%	-0,042	-0,27%	-106,74%	-0,56	-3,3%	NS
Résultat net part du groupe après amort EA	-0,567	-4,77%	0,191	1,23%	NS	1,14	6,78%	467%

Source : comptes historiques de la société et prévisions Invest Securities

	2006			2007			2008			2009			2010		
		Répart.	Variation		Répart.	Variation		Répart.	Variation		Répart.	Variation		Répart.	Variation
Chiffre d'affaires	16,80	100%	18,9%	19,00	100%	13,1%	21,00	100%	10,5%	23,50	100%	11,9%	26,00	100%	10,6%
Achats consommés	4,03	24,0%	2,5%	4,56	24,0%	13,1%	5,04	24,0%	10,5%	5,64	24,0%	11,9%	6,24	24,0%	10,6%
Charges de personnel	4,20	25,0%	7,6%	4,45	23,4%	6,0%	4,72	22,5%	6,0%	5,00	21,3%	6,0%	5,30	20,4%	6,0%
Autres charges d'exploitation	6,20	36,9%	-9,7%	6,50	34,2%	4,8%	6,96	33,1%	7,0%	7,44	31,7%	7,0%	7,96	30,6%	7,0%
Dot Amort. Prov.	0,49	2,9%	38,4%	0,65	3,4%	32,7%	0,82	3,9%	25,8%	1,01	4,3%	23,0%	0,86	3,3%	-14,5%
total charges d'exploitation	14,92	88,8%	-0,9%	16,16	85,1%	8,3%	17,53	83,5%	8,5%	19,09	81,2%	8,9%	20,36	78,3%	6,7%
Résultat d'exploitation (EBIT)	1,88	11,2%	279,4%	2,84	14,9%	51,2%	3,47	16,5%	22,2%	4,41	18,8%	27,2%	5,64	21,7%	27,8%
Produits financiers	0,18	1,1%	200,0%	0,21	1,1%	19,0%	0,27	1,3%	24,9%	0,33	1,4%	24,7%	0,42	1,6%	25,6%
Charges financières	-0,36	-2,1%	20,9%	-0,40	-2,1%	13,1%	-0,45	-2,1%	10,5%	-0,50	-2,1%	11,9%	-0,55	-2,1%	10,6%
Résultat courant avant impôt	1,70	10,1%	554,3%	2,65	14,0%	55,8%	3,29	15,7%	24,2%	4,25	18,1%	29,0%	5,50	21,2%	29,6%
Résultat exceptionnel		0,0%	NS	0,00			0,00			0,00			0,00		
Impôts sur les résultats	-0,56	-3,3%	NS	-0,87	-4,6%	55,8%	-1,09	-5,2%	24,2%	-1,40	-6,0%	29,0%	-1,82	-7,0%	29,6%
Résultat net	1,14	6,8%	467,1%	1,78	9,3%	55,8%	2,21	10,5%	24,2%	2,85	12,1%	29,0%	3,69	14,2%	29,6%

Source : prévisions d'Invest Securities

La structure financière est marquée par l'importance du BFR. L'activité génère des stocks importants en raison de la diversité des matières premières et de leur poids dans le coût de fabrication. De même les stocks de produits finis sont conséquents du fait du grand nombre de références, ce qui est traditionnel dans le métier. Le poste clients est non moins significatif : 80 jours en 2004 et 96 en 2005 (retraité de l'affacturage). Dans nos prévisions, nous avons maintenu le stock à 110 jours de CA par prudence et ramené le poste client à 85 jours. Le poste client peut être affecté par une forte croissance du CA en fin de période. Le poste fournisseur a été maintenu à 80 jours de CA ce qui est déjà élevé même s'il est comparable à celui observé dans la profession.

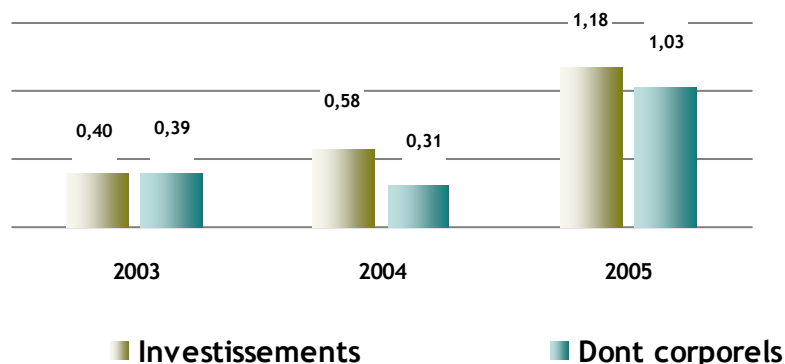
Le BFR est l'élément essentiel de la gestion financière avec un poids de 65% environ dans les capitaux employés (y compris la valeur des incorporels dont 1,7 M d'euros pour la marque). Hors éléments incorporels, le BFR représente les quatre cinquièmes des capitaux employés.

La gestion du BFR est donc fondamentale dans l'amélioration de la rentabilité des fonds propres. La maîtrise du BFR associé à une forte amélioration de la marge nette permet d'augmenter la rentabilité des fonds propres tout en réduisant l'effet de levier et donc en diminuant le risque. L'activité très liée à la mode mais aussi au pouvoir d'achat peut être volatile.

La rentabilité des fonds propres dégagée permettrait de distribuer un tiers du résultat à partir de 2007 (versé en 2008) et de maintenir une structure financière équilibrée avec un taux de croissance compris entre 10 et 11%. Toutefois, la société ne s'est pas prononcée sur ce point. Si des opportunités d'investissements porteuses de croissance se présentent, LAMARTHE souhaite les saisir sans déséquilibrer sa structure financière. La croissance dans la maroquinerie est toujours fortement consommatrice de capitaux.

BILAN (M €)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Immobilisations							
Incorporelles	2,21	2,09	2,09	2,09	2,09	2,09	2,09
Corporelles	0,84	1,60	1,79	1,94	1,96	1,90	2,08
Financières	0,06	0,16	0,18	0,20	0,22	0,24	0,26
Stocks	3,45	4,72	5,06	5,73	6,33	7,08	7,84
Clients	2,53	2,63	3,91	4,42	4,89	5,47	6,05
Autres actifs circulants	3,44	3,54	2,62	2,97	3,28	3,67	3,99
Trésorerie	0,16	0,20	0,54	1,04	2,48	4,45	7,08
Total Actif	12,67	14,92	16,20	18,39	21,25	24,90	29,39
Fonds propres	4,99	4,98	10,04	11,82	14,02	16,87	20,55
Provisions R/C	0,92	0,75	0,80	0,85	0,90	0,95	1,00
Dettes financières	3,04	4,71	0,30	0,00	0,00	0,00	0,00
Fournisseurs	2,90	3,27	3,68	4,16	4,60	5,15	5,70
Autres passifs circulants	0,82	1,21	1,38	1,56	1,73	1,93	2,14
Total Passif	12,67	14,92	16,20	18,39	21,25	24,90	29,39

Source : comptes historiques de la société et prévisions Invest Securities



Source : LAMARTHE

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Capitaux employés (M €)	11,64	10,60	11,62	12,44	13,37	14,47
MARGE NETTE	1,29%	6,78%	9,35%	10,50%	12,11%	14,18%
ROTATION DE L'ACTIF	1,34	1,59	1,63	1,69	1,76	1,80
Capitaux employés/Fonds propres	2,38	1,06	0,98	0,89	0,79	0,70
RENTABILITE DES FONDS PROPRES	4,10%	11,35%	15,03%	15,73%	16,87%	17,94%

V – EVALUATION

Dans le cadre de l'approche multicritère, nous avons retenu deux méthodes :

- les comparables mais appliquée à deux échantillons
- les DCF

Nous avons écarté :

- l'actualisation de dividendes car la société ne distribue pas de dividendes et, à l'avenir, même si la société dispose d'une capacité de distribution du tiers de son résultat, on ne peut écarter que LAMARTHE choisisse de conserver ses résultats pour financer toute opportunité de croissance.
- L'actualisation des résultats car le résultat net est pris en compte de manière plus pertinente dans la méthode des comparables et partiellement dans la méthode des DCF.
- La méthode de Bates peu adaptée à la situation de la société en particulier du fait qu'elle ne paie pas de dividende.
- La méthode de l'actif net réévalué ou de la somme des parties car les filiales correspondent à une construction juridique et non pas économique. Et les actifs ne reflètent pas la valeur des incorporels tels que la marque et le réseau de distribution.

1. COMPARABLES

- **Echantillon de valeurs de luxe**

Nous avons constitué un échantillon de valeurs de luxe et de maroquinerie en essayant de retenir des valeurs de grande taille dont les ratios sont significatifs et dont le métier est proche.

Nous avons retenu : Bulgari, Burberry, Christian DIOR, Hermès LVMH, Richemont (hors tabac) et TOD'S.

La présence simultanée de Christian DIOR et de LVMH s'explique par la nécessité de retenir Louis Vuitton au travers de LVMH et de prendre en compte la valeur d'une marque pure au travers de Christian DIOR.

Nous avons écarté :

- Swatch qui est trop typé mode plus que luxe
- Tiffany trop typée joaillerie
- COACH dont les ratios sont trop déterminés par le marché américain.

Nous y avons ajouté Le TANNEUR en dépit d'un profil différent (produits masculins et sous-traitance pour deux grandes marques) car sa taille en fait un titre proche de LAMARTHE.

Les ratios retenus ont été établis sur la base des cours au 13 mars 2006 et figurent dans les tableaux suivants :

RATIOS BULGARI	2005	2006	2007	2008	2009
VE/CA	3,1	3,05	2,79	2,55	2,23
VE/EBITDA	14,42	14,21	12,33	10,75	9,63
PER	25,7	22,3	19,2	16,5	14,7
RATIOS BURBERRY	2005	2006	2007	2008	2009
VE/CA	3,04	2,58	2,29	2,16	1,96
VE/EBITDA	12,63	10,15	8,79	7,82	6,94
PER	21,43	17,72	15,45	14,33	12,78
RATIOS CHRISTIAN DIOR	2005	2006	2007	2008	2009
VE/CA	2,56	2,86	2,55	2,23	1,99
VE/EBITDA	10,78	11,14	9,53	8,16	6,89
PER	24,31	18,78	15,58	13,26	11,91
RATIOS HERMES	2005	2006	2007	2008	2009
VE/CA	4,02	4,52	4,07	3,79	3,69
VE/EBITDA	12,98	14,45	12,89	11,39	10,36
PER	31,7	26,89	24,3	21,64	19,97
RATIOS LE TANNEUR	2005	2006	2007	2008	2009
VE/CA	0,47	0,45	0,43	0,41	0,39
VE/EBITDA	15,40	7,73	7,53	6,87	6,01
PER	31,14	15,45	13,85	12,87	11,81
RATIOS LVMH	2005	2006	2007	2008	2009
VE/CA	2,68	2,87	2,55	2,37	2,11
VE/EBITDA	10,86	11,08	9,45	8,31	7,84
PER	26,69	20,34	17,18	14,88	13,57
RATIOS RICHEMONT	2005	2006	2007	2008	2009
VE/CA	3,12	2,73	2,45	2,14	2,01
VE/EBITDA	14,28	12,16	10,65	9,23	8,34
PER	21,57	18,73	16,34	14,45	13,56
RATIOS TOD'S	2005	2006	2007	2008	2009
VE/CA	2,48	3,35	2,91	2,69	2,33
VE/EBITDA	10,68	13,59	11,42	9,68	8,89
PER	34,54	27,28	22,89	19,54	17,98

Source : Sociétés (2005) et prévisions Invest Securities

La moyenne des ratios est non pondérée.

RATIOS MOYENS	2005	2006	2007	2008	2009
VE/CA	2,68	2,80	2,51	2,29	2,09
VE/EBITDA	12,75	11,81	10,32	9,03	8,11
PER	27,13	20,94	18,10	15,93	14,54

Les valeurs trouvées pour LAMARTHE avec ces ratios sont les suivantes :

Valeur LAMARTHE (M €)	2005	2006	2007	2008	2009
VE/CA	39,75	45,08	45,61	46,16	47,09
VE/EBITDA	8,84	25,99	34,04	36,72	41,43
PER	5,45	23,86	32,14	35,14	41,36
Moyenne VE/EBITDA et PER		24,93	33,09	35,93	41,39

Les valeurs obtenues avec les ratios VE/CA sont peu significatives en raison de la valeur des marques de ces grands groupes, ratios auxquels ne peut prétendre LAMARTHE.

En revanche, les ratios basés sur la rentabilité sont plus réalistes. La valeur moyenne basée sur les multiples de l'EBITDA et le résultat net est de **24,9** millions d'euros et **33,09** millions d'euros sur la base des données prévisionnelles de 2006 et 2007 respectivement.

- **Echantillon Maroquinerie**

Nous avons ensuite choisi de travailler sur un échantillon de maroquinerie ne comprenant que quatre valeurs : Hermès, Le Tanneur, LVMH et TOD'S.

Les ratios moyens trouvés sont les suivants :

RATIOS MOYENS MAROQUINERIE	2005	2006	2007	2008	2009
VE/CA	2,41	2,80	2,49	2,32	2,13
VE/EBITDA	12,48	11,71	10,32	9,06	8,27
PER	31,02	22,49	19,56	17,23	15,83

Source : Sociétés et Invest Securities

Les valeurs trouvées pour chacun des ratios et leur moyenne sont les suivantes :

valeur LAMARTHE	2005	2006	2007	2008	2009
VE/CA	35,54	45,01	45,33	46,63	48,04
VE/EBITDA	8,61	25,75	34,04	36,87	42,30
PER	6,23	25,63	34,73	38,01	45,05
Moyenne VE/EBITDA et PER		25,693	34,385	37,439	43,675

De nouveau, nous avons écarté les valeurs dérivées des ratios VE/CA qui sont peu réalistes pour une valeur de la taille de LAMARTHE.

Pour 2006, la valeur moyenne est de **25,7** millions d'euros et pour 2007, de **34,38** millions d'euros.

2. Valorisation par les DCF

L'approche par les DCF prend mieux en compte les spécificités de la société (taille, structure financière, taux de croissance, amélioration des marges).

Pour le bêta nous avons retenu celui de Le Tanneur car les deux sociétés auront des caractéristiques boursières proches en termes de taille et de capitalisation boursière.

Le tableau suivant rappelle les bêtas des sociétés retenues dans les comparables. Il en ressort que le secteur a un bêta en moyenne inférieur à un quelque soit le marché de cotation. Les trois valeurs françaises ont les bêtas les plus faibles et inférieures à celui de Le Tanneur. En revanche, les valeurs italiennes et anglaise ont des bêtas proches de ceux de Le Tanneur.

BETA	
BULGARI	0,8632
BURBERRY	0,9581
CHRISTIAN DIOR	0,7114
HERMES	0,6526
LE TANNEUR	0,8911
LVMH	0,6981
RICHEMEONT	NS
TOD'S	0,8393

Pour le calcul du coût du capital, nous avons retenu le taux de l'OAT à 10 ans et la prime de risque de marché du 10 mars 2006.

Calcul du coût des fonds propres et du CMPC	
BETA	0,8911
TAUX SANS RISQUE	3,72%
PRIME DE RISQUE MARCHE	6,56%
TAUX DE CROISSANCE LT	2,50%
COUT DES FP	9,57%
Taux d'IS	33,33%
COUT BRUT DE LA DETTE	4,75%
Dettes financières nettes retraitées	1,985
Fonds propres	8,9
CMPC	8,40%

Pour l'effet de levier, nous avons pris en compte l'augmentation de capital de 4 millions qui accompagne la cotation.

Le taux de croissance à long terme est de 2,5% seulement, ce qui est faible au regard de l'inflation sectorielle et de la croissance en volume du secteur sur les vingt dernières années.

Les résultats d'exploitation de 2006 à 2010 reprennent ceux de la partie concernant les prévisions.

Les investissements sont ceux budgétés par la société pour 2006 et 2007, puis notre propre prévision sachant que le métier est peu capitalistique. L'essentiel est lié aux ouvertures de magasins.

La variation de BFR est négative en 2006 car nous avons considéré qu'il y aurait une amélioration en particulier du fait d'un crédit de TVA sur l'Italie qui serait intégralement récupéré
Les années suivantes, le BFR reprend sa progression du fait de la croissance de l'activité mais aussi de l'ouverture de magasins qui requiert une constitution de stocks pour chacun des points de vente. Cet effort est compensé par des marges supérieures liées à la distribution directe.

	2006	2007	2008	2009	2010
EBIT	1,878	2,840	3,470	4,412	5,637
TAUX IS	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
EBIT(1-t)	1,253	1,894	2,314	2,943	3,760
CAPEX	0,680	0,800	0,840	0,940	1,040
DOTATION AUX AMORTISSEMENTS	0,490	0,650	0,818	0,940	1,040
VARIATIONS BFR	-1,250	0,856	0,778	0,973	0,901
FCFF	2,313	0,888	1,514	1,970	2,859
Valeur actuelle de la valeur terminale	33,190	35,978	38,999	42,275	45,825
Valeur actuelle des FCFF	7,416	5,726	5,318	4,250	2,637
VALEUR ENTREPRISE	40,606				
VALEUR DES FONDS PROPRES	38,621				

Poids de la valeur terminale dans la
valeur d'entreprise 81,74%

L'actualisation des cash-flows donne une valeur de 38,62 M € pour une croissance à l'infini de 2,50%.

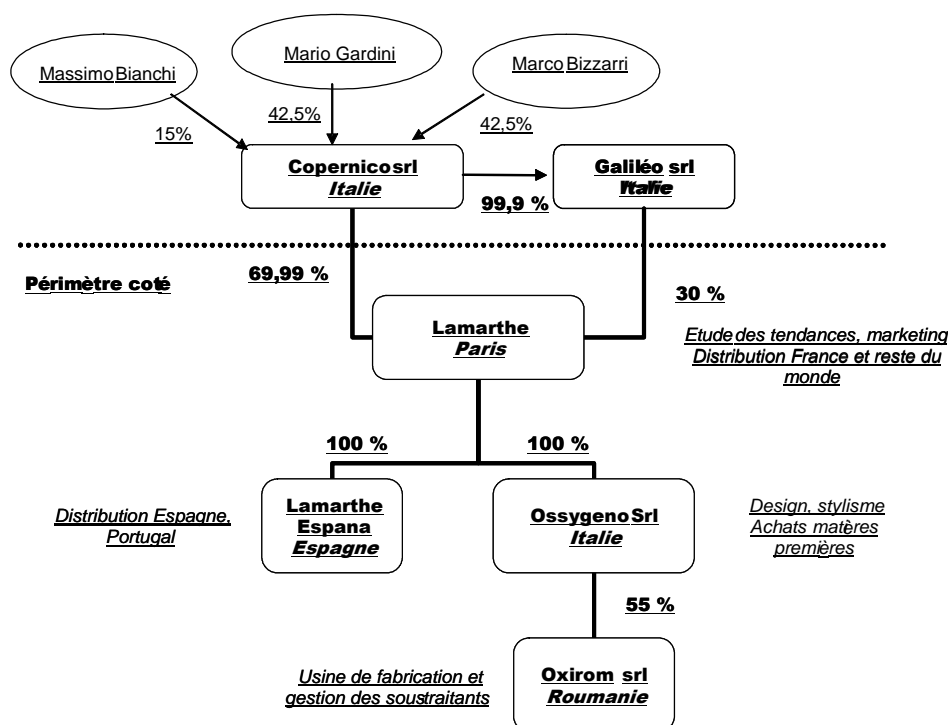
Le tableau suivant indique la sensibilité au Bêta et au taux de croissance à l'infini. Même dans l'hypothèse la plus défavorable, la valeur est encore de 32 M €. En revanche, une perception du titre permettant de ramener le bêta à 0,80, augmenterait la valeur de près de 4 M €.

	TAUX DE CROISSANCE		
BETA	2,00%	2,50%	3,00%
0,80	39,25	42,55	46,52
0,89	35,88	38,62	41,87
1,00	32,47	34,71	37,32

En conclusion, nous retenons une valeur comprise entre **34,38 M €** trouvée avec les ratios des valeurs comparables de la maroquinerie et **38,62 M €** trouvée avec les DCF soit une valeur moyenne de 36,5 M d'euros. Ces valeurs se trouvent nettement au-dessus de la valorisation post money retenue pour l'introduction, 18 à 21 millions d'euros.

VI - ANNEXES

Annexe 1 : organigramme du groupe



En juillet 2004, la société COPERNICO a acquis auprès du groupe FINDUCK les activités de LAMARTHE par le biais de :

- LAMARTHE France et
- OSSYGENO (société italienne détenue à 100%) et sa filiale espagnole à 100% (située à Barcelone)

Dans le cadre de la préparation de la cotation de LAMARTHE, les structures juridiques du groupe sont remaniées :

- LAMARTHE France SA rachète en Juin 2005, 100% de LAMARTHE Espagne auprès de OSSYGENO, devenue filiale à 100% de COPERNICO pour 0,3 million d'euros.
- LAMARTHE France SA acquiert 100% d'OSSYGENO auprès de COPERNICO pour un montant de 1,2 million d'euros. Cette opération permet à LAMARTHE d'acquérir indirectement la filiale OXYROM créée par OSSYGENO en octobre 2004, dont l'objet est de détenir l'outil de production du groupe

Désormais, le groupe se trouve constitué de quatre composantes :

- LAMARTHE SA qui assure les fonctions administratives commerciales et marketing ainsi que la distribution des produits en France et à l'international, hors Espagne et Portugal. La distribution se fait grâce à une licence accordée par OSSYGENO, filiale détenue à 100%

- LAMARTHE Espagne qui assure la distribution des produits LAMARTHE en Espagne et au Portugal et est agent de la marque Tommy Hillfiger (sacs et bagages) pour l'Espagne
- OSSYGENO assure la conception des produits, l'achat des matières premières, la gestion de la fabrication et la gestion logistique. La filiale détient les principaux actifs incorporels stratégiques, à savoir les marques, pour des raisons historiques liées au passage dans le groupe Mandarin Duck dans un but d'optimisation fiscale.
- OXYROM, assure la production des produits pour l'ensemble du groupe et gère l'intégralité de la sous-traitance. La société détient l'intégralité de l'outil de produit. Elle est détenue à 55% par OSSYGENO et à 45% par SIMEST, un fond d'investissement italien dont le but est d'aider les sociétés italiennes à s'implanter à l'étranger. La participation de SIMEST est en fait un portage puisque OSSYGENO verse 3% du montant investi (135 000 euros) à SIMEST. SIMEST s'est engagé à céder ses 45% à OSSYGENO en juin 2011 pour le montant initialement investi de 135 000 euros. SIMEST n'est pas représentée au conseil d'administration d'OXYROM et n'intervient pas dans la gestion. Avec ses 55%, LAMARTHE considère qu'il assure le contrôle opérationnel et à terme financier du groupe. La filiale est donc intégrée à 100%.

Annexe 2 : Actionnariat

	Avant introduction	Après introduction
COPERNICO Srl	70%	54% à 56%
GALILEO Srl	30%	17% à 19%
Flottant	0%	25% à 29%
Total	100%	100%

COPERNICO Srl est une holding italienne détenue à 42,5% par Mario Gardini, 42,5% par Marco Bizzari (administrateur de LAMARTHE) et 15% par Massimo Bianchi.
GALILEO Srl est une holding italienne détenue à 9,99% par COPERNICO Srl.

Annexe 3 : l'équipe de management

Mario GARDINI : Président Directeur Général

Diplômé en économie de l'université de Bologne, Mario GARDINI a débuté sa carrière chez Arthur Andersen comme auditeur puis consultant. En 1996, il rejoint le groupe Finduck comme contrôleur financier avant de prendre la direction de la filiale française. Il est nommé directeur général de LAMARTHE en 2000 puis PDG en 2001. Il reprend la société en 2004, associé à deux investisseurs financiers.

Bertrand GIGNOUX : Directeur commercial

Diplômé de l'EM Lyon, Bertrand GIGNOUX a débuté sa carrière en 1990 chez Louis Vuitton où il a occupé des fonctions commerciales et marketing à la direction Europe à Paris et au sein de la filiale italienne. En 1994, il intègre la société Maxi-Livres ce qui lui permet d'acquérir l'expérience du canal de distribution de magasins et de la grande distribution ainsi que le marketing produits. Il rejoint LAMARTHE en 1997 comme responsable commercial chargé du canal grands magasins et boutiques LAMARTHE et Mandarina Duck. Il est promu directeur commercial France en 1998 puis directeur commercial de l'ensemble de la société LAMARTHE en 2003.

Diane LEPEL COINTET : Directrice marketing et communication

Diplômée de l'Ecole de Négociation en Arts et Communication, doublé d'une formation marketing à l'ESCP-EAP, Madame LEPEL COINTET intègre le groupe FINDUCK en 1998 comme responsable marketing de Mandarina Duck France. En 1999, elle intègre LAMARTHE pour s'occuper du support marketing. En 2002, elle est promue directrice du marketing.

Myriam LAMBERT : directeur administratif et financier

Madame Myriam LAMBERT a exercé plusieurs fonctions administratives au sein du groupe pharmaceutique DELALANDE avant de rejoindre LAMARTHE en 1992 comme responsable du service comptable. En 2001, elle est promue Directeur administratif et financier de LAMARTHE.

Stefano CARMELINI : directeur des opérations

Après 13 ans en tant que responsable de achat de matières premières ou du process industriel chez des fabricants d'accessoires de mode (sacs à main, ceintures, bijoux), Stefano CARMELINI rejoint LAMARTHE en 1999 en tant que directeur des opérations responsable du sourcing des matières premières et de la production.

Donatella MAMBRIANI : chef de produit

Après une première expérience dans la production et la commercialisation d'accessoires en cuir, Madame MAMBIRANI crée en 1986, son studio de design d'articles de maroquinerie. En 1995, elle intègre la société SOSIR (marque TRUSSARDI) pour coordonner les lignes de maroquinerie (sacs à main, chaussures et petite maroquinerie). En 1998, elle devient responsable de la production des produits peaux pour les lignes de produits Mandarina Duck puis est nommée, en 2002, responsable du bureau de style maroquinerie de la société Coccinelle avant de rejoindre LAMARTHE en 2004 comme chef de produits et responsable des équipes de stylistes et modélistes.

Achévé de rédiger le 30 mars 2006 par Antoine Nodet
Invest Securities



INTERNATIONAL CAPITAL BOURSE
126, rue Réaumur
75002 PARIS
Tél : 01 55 80 23 00
Fax : 01 55 80 23 23

Invest *Securities*
Ingénierie Financière

126, rue Réaumur
75002 PARIS
Tél : 01 40 13 74 00
Fax : 01 40 13 74 15