

**NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LAFUMA SA
EN REPONSE A**

**L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE**

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

LAFUMA GROUPE

INITIEE PAR

CALIDAGROUP



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application des dispositions de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), l'AMF a apposé le visa n°20-551 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). La Note en Réponse a été établie par Lafuma SA et engage la responsabilité de ses signataires.

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

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19, 261-1 I 1° et 261-1 II du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La présente Note en Réponse est disponible sur le site internet de la société Lafuma SA (www.groupe-lafuma.com) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais au siège social de LAFUMA sis 3, Impasse les Prairies à Annecy-le-Vieux (74940).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société LAFUMA seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique de retrait, dans les mêmes conditions.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique de retrait, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

	Page
1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LAFUMA SA	6
3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LAFUMA	13
4. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES OU D'AUTO-CONTROLE	13
5. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	14
6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	14
7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	17
8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	17
9. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	17

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF (le « **Règlement général de l'AMF** »), Société Générale (l'« **Etablissement Présentateur** »), agissant pour le compte de la société Calida Holding AG, société de droit suisse, au capital de 825.735,10 CHF, dont le siège social est situé Bahnstrasse, 6208 Oberkirch (Suisse), immatriculée au registre du commerce du Canton de Lucerne (Suisse) sous le numéro CHE-100.688.224 (l'« **Initiateur** »), a déposé le 2 octobre 2020 auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** », et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** ») dont les conditions sont décrites dans la note d'information préparée par l'Initiateur et ayant obtenu le visa n° 20-550 en date du 10 novembre 2020 (la « **Note d'Information** ») et au paragraphe 1.3 de la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »), portant sur les actions de la société Lafuma, société anonyme à conseil d'administration au capital de 56.885.352 euros divisé en 7.110.669 actions ordinaires de 8 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées, dont le siège social est sis au 3 Impasse des Prairies – 74940 Annecy-le-Vieux, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 380 192 807 RCS Annecy (« **Lafuma** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000035263 (mnémonique : LAF) (les « **Actions** »), au prix de 17,99 euros par Action (le « **Prix d'Offre par Action** »).

Les actions de l'Initiateur sont admises aux négociations sur SIX Swiss Exchange. Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon des modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait.

L'Initiateur détient à la date de la Note en Réponse, 6.648.279 Actions représentant 93,50% du capital et des droits de vote théoriques de la Société¹ (soit 93,61% des droits de vote exerçables)².

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation et non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur (soit, à la connaissance de la Société, 454.096 Actions à la date de la Note en Réponse), à l'exclusion des 8.294 Actions auto-détenues par la Société.

Il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions.

Dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre Publique de Retrait sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des Actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur, selon la procédure prévue aux articles L.433-4 II du Code monétaire et financier, et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

¹ Sur la base d'un nombre total de 7.110.669 actions représentant autant de droits de vote théoriques en application de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF.

² Sur la base d'un nombre total de 7.102.375 droits de vote réels.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions de la Société non apportées à l'Offre Publique de Retrait, à l'exception des 8.294 actions auto-détenues par la Société, seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre par Action (soit 17,99 euros par Action), nette de tout frais.

La durée de l'Offre Publique de Retrait sera de 10 jours de négociation.

1.2 Contexte de l'Offre

L'Offre intervient à la suite du renforcement continu par l'Initiateur, actionnaire majoritaire de la Société depuis le 23 décembre 2013, de sa participation dans le capital de la Société, franchissant successivement les seuils de 91,84%³ et 93,50%⁴ du capital et des droits de vote théoriques de la Société les 30 octobre 2019 et 23 janvier 2020, respectivement, au prix de 17,99 euros par action.

En outre, le groupe Lafuma a procédé pendant cette même période aux cessions de la marque Eider et de la filiale Oxbow. Le périmètre du groupe est ainsi recentré autour de l'Outdoor (avec les marques Millet et Lafuma) et du Mobilier (marque Lafuma Mobilier).

C'est dans ce contexte que l'Initiateur a décidé de lancer l'Offre.

Le contexte de l'Offre est plus précisément décrit au paragraphe 1.1.1 de la Note d'Information établie par l'Initiateur.

1.3 Rappel des termes de l'Offre

Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation et non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur (soit, à la connaissance de la Société, 454.096 Actions à la date de la Note en Réponse), à l'exclusion des 8.294 actions auto-détenues par la Société, qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9, I 2° du Code de commerce.

Soit, à la date de la Note en Réponse, un nombre de 454.096 Actions déterminé comme suit :

Actions existantes	7.110.669
Moins les Actions détenues par l'Initiateur	6.648.279
Moins les Actions autodétenues	8.294

A l'exception des Actions, il n'existe aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par Lafuma susceptibles de donner, immédiatement ou à terme, accès au capital social ou aux droits de vote de Lafuma.

Principaux termes et modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 2 octobre 2020 par Société Générale en application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF. Société Générale, en qualité d'établissement présentateur et garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF.

³AMF, déclaration de franchissement de seuils n° 2019C2126 du 31 octobre 2019 et déclaration des dirigeants n° 2019DD657255 du 31 octobre 2019.

⁴ AMF, déclaration des dirigeants n° 2020DD666520 du 27 janvier 2020.

Le 28 octobre 2020, la Société a déposé son projet de note en réponse à l'Offre auprès de l'AMF et l'AMF a publié un avis de dépôt sur son site internet (www.amf-france.org). Le projet de note d'information et le projet de note en réponse ont été mis en ligne sur le site internet de l'AMF et tenus gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur (pour le projet de note d'information) et au siège de la Société (pour le projet de note en réponse). Un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note en réponse a été publié par la Société et rendu public sur son site internet (www.groupe-lafuma.com) le 28 octobre 2020.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant 10 jours de négociation. Dans le cadre de cette Offre Publique de Retrait, l'Initiateur s'engage irrévocablement, pendant cette période de 10 jours de négociation, en application de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF, à acquérir auprès des actionnaires de Lafuma la totalité des Actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au Prix d'Offre par Action. Le Prix d'Offre par Action sera de 17,99 € par Action apportée.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions non détenues par l'Initiateur qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait (à l'exception des actions autodétenues par la Société) lui seront transférées, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, nette de tout frais soit 17,99 euros par Action.

L'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) le 10 novembre 2020 une décision de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre avec les dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emporte visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la Note en Réponse.

La Note en Réponse visée ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Lafuma seront disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur celui de la société (www.groupe-lafuma.com) et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par la Société.

Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

Les Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être librement négociables et libres de tout privilège, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit. L'Initiateur se réserve le droit, à sa seule discrétion, d'écarter les Actions apportées qui ne satisferaient pas ces conditions.

Société Générale, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché (adhérent 4403), se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

L'Offre Publique de Retrait s'effectuera par achats sur le marché, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (incluant notamment les frais de courtage, commissions bancaires et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs, étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire sera nette de tous frais.

Les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, il est précisé que les titulaires d'Actions devront au préalable demander la conversion de celles-ci sous la forme au porteur (i) auprès de leur établissement financier – teneur de compte si leurs Actions sont détenues au nominatif administré, ou (ii) auprès de Société Générale Securities Services si leurs Actions sont détenues au nominatif pur.

Les modalités détaillées d'apport à l'Offre Publique de Retrait sont présentées au paragraphe 2.4 de la Note d'Information.

Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions des articles L.433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les Actions de la Société qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait (à l'exception des 8.294 Actions auto-détenues par la Société) seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites Actions) moyennant une indemnisation de 17,99€ par Action nette de tous frais.

Les modalités détaillées du Retrait Obligatoire sont présentées au paragraphe 2.5 de la Note d'Information.

Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des Actions Lafuma d'Euronext Paris.

Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites au paragraphe 2.9 de la Note d'Information.

Calendrier de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF et Euronext publieront des avis annonçant la date d'ouverture et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LAFUMA SA

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de Lafuma se sont réunis le 27 octobre 2020 afin d'examiner les termes et conditions du projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire initiée par Calida AG Holding sur les titres de la Société.

Etaient présents par des moyens de télécommunication Monsieur Reiner Pichler, Calida Holding AG représentée par son représentant permanent, Monsieur Sacha Gerber, Madame Caroline Barbéry-Mebrouk, Madame Carine Rosière, Monsieur Jean-Pierre Millet, Monsieur Daniel Gemperle représenté par Madame Caroline Barbéry-Mebrouk et Madame Manuel Ottiger représentée par Madame Carine Rosière.

Monsieur Reiner Pichler étant intéressé à l'Offre en raison de ses fonctions de Chief Executive Officer de Calida Holding AG a indiqué, en début de séance, qu'il ne pourrait pas participer aux discussions et au vote sur l'avis motivé. Il a en conséquence demandé au conseil d'administration de désigner un président de séance. Le conseil d'administration a, à l'unanimité, désigné Madame Caroline Barbéry-Mebrouk, administratrice indépendante, en qualité de président de séance.

Monsieur Reiner Pichler et Calida Holding AG, représentée par Monsieur Sacha Gerber se sont ensuite retirés de la séance avant la présentation par l'expert indépendant de son rapport.

Monsieur Daniel Gemperle et Madame Manuela Ottiger, respectivement *Chief Operating Officer* et *Chief Human Resources Officer* de Calida Holding AG et dont les fonctions d'administrateur avaient été proposées par Calida Holding AG, en situation de conflit d'intérêt potentiel, ont donné pouvoir respectivement à Madame Caroline Barbéry-Mebrouk et à Madame Carine Rosière. Monsieur Jean-Pierre Millet, actionnaire de Calida Holding AG, a indiqué être lui aussi en situation de conflit d'intérêt potentiel et en conséquence a précisé qu'il voterait dans le sens du vote exprimé par Madame Caroline Barbéry-Mebrouk.

L'avis motivé du conseil d'administration sur l'intérêt que présente l'Offre pour Lafuma, ses actionnaires et ses salariés, tel que reproduit ci-dessous, a été adopté à l'unanimité.

Le conseil d'administration de Lafuma a rendu l'avis suivant :

« Le conseil d'administration de Lafuma s'est réuni le 27 octobre 2020.

*« Le Président de séance rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'ils ont été convoqués dans le cadre du projet d'offre publique de retrait qui sera suivie d'un retrait obligatoire, qui a été déposé par Calida Holding AG (l'« **Initiateur** »), au prix de 17,99 euros par action (l'« **Offre** »).*

Le Président de séance indique qu'il appartient au conseil d'administration, en application de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Président de séance rappelle qu'ont été mis à la disposition des administrateurs, préalablement à la réunion :

- *le projet de note d'information de l'Initiateur contenant les motifs de l'offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'offre (dont son calendrier), les accords susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation ou le résultat de l'offre, ainsi que les éléments d'appréciation des termes de l'offre, et du projet de note en réponse de Lafuma ;*
- *le projet de note en réponse de Lafuma contenant notamment toute clause d'accord conclu par les personnes concernées ou leurs actionnaires susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue et les éléments mentionnés à l'article L.225-37-5 du Code de commerce ;*
- *le rapport de l'expert indépendant, le cabinet Ledouble (l'« **Expert Indépendant** »), sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, en date du 27 octobre 2020.*

Le conseil d'administration constate que l'Offre vise la totalité des actions Lafuma existantes non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit, à la date du projet de note d'information, un nombre de 454 096 actions, à l'exclusion des actions auto-détenues par la Société, soit 8 294 actions, représentant 6,39% du capital de la Société.

Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant.

Le conseil d'administration rappelle qu'il a été informé d'un potentiel projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire par Calida Holding AG au cours de sa réunion du 27 juillet 2020 et a confié dans ce cadre à Madame Caroline Barbéry-Mebrouk, seule administratrice indépendante, le choix de l'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières du projet d'offre, dans l'éventualité où Calida Holding AG confirmerait son intention de déposer un projet d'offre.

Le fondement de la désignation d'un expert indépendant résulte des articles 236-1 I 1° (l'initiateur détient déjà le contrôle de la cible) et 236-1 II (l'initiateur souhaite mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire) du règlement général de l'AMF.

Madame Caroline Barbéry-Mebrouk, avec l'aide de Madame Carine Rosière, secrétaire générale et administratrice de Lafuma, et d'un conseil juridique, a procédé à un appel d'offres au cours duquel trois cabinets d'expertise ont été informés de manière précise et complète de la mission envisagée, des termes et modalités de cette mission, de son fondement réglementaire, ainsi que des situations de conflit d'intérêt identifiées. Ces trois cabinets ont chacun préparé un document présentant (i) une déclaration d'indépendance, (ii) les moyens humains qu'ils déploieraient pour cette mission, (iii) les moyens matériels dont ils disposent, incluant notamment l'accès à des bases de données financières et des études sectorielles, (iv) leur adhésion à une association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général, (v) leur expérience en matière d'expertise indépendante et (vi) leur proposition d'honoraires. Ils ont tous les trois été auditionnés.

A l'issue de ces auditions, Madame Caroline Barbéry-Mebrouk a choisi le cabinet Ledouble, compte tenu de son expérience, notamment dans le domaine d'activité de Lafuma, sa réputation professionnelle, des moyens humains qu'il a proposé de mettre à la disposition de la mission, du montant des honoraires proposés et de l'expérience de ce cabinet en matière d'échanges avec les actionnaires minoritaires, ce dernier élément lui ayant semblé important dans un contexte de retrait obligatoire.

Le collège de l'AMF réunit le 15 septembre 2020 ne s'étant pas opposé à cette désignation en application de l'article 261-1-I 1 de son règlement général et de l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08, le conseil d'administration a décidé le 16 septembre 2020 de désigner le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, en qualité d'Expert Indépendant, en application des articles 261-1 I 1° et 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Principales diligences accomplies aux fins de la préparation de cet avis motivé et plan d'affaires transmis :

Le conseil d'administration du 27 juillet 2020 a confié à Madame Caroline Barbéry-Mebrouk, avec l'aide de Madame Carine Rosière, les pouvoirs pour effectuer les diligences visées par les recommandations de l'AMF :

- remise du plan d'affaires validé par le conseil d'administration,
- définition avec l'Expert Indépendant du temps nécessaire à l'étude du dossier,
- surveillance du bon déroulement de la mission d'expertise des diligences de l'expert,
- s'assurer que la qualité des informations données par l'expertise est satisfaisante,
- permettre aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent d'obtenir des compléments d'information.

Le conseil d'administration a également confié à Madame Caroline Barbéry-Mebrouk, avec l'aide de Madame Carine Rosière, la mission de préparer l'avis motivé du conseil d'administration.

Dans ce cadre, Madame Carine Rosière s'est entretenue quasi-quotidiennement par téléphone avec l'Expert Indépendant afin de lui transmettre l'ensemble des éléments nécessaires à sa mission. Elle a notamment transmis à l'Expert Indépendant le SBP - Plan d'affaires Stratégique 2020-2021, approuvé par le conseil d'administration du 22 juillet 2019 ainsi que le forecast 1 – 2020 (reprévision de l'année 2020 pour prise en compte des effets de la pandémie de COVID19 sur les activités du Groupe) soumis au conseil d'administration du 27 juillet 2020.

Par ailleurs, compte tenu de la pandémie de Covid-19 et des opérations de cession intervenues depuis le début de l'année, il avait été convenu lors du conseil d'administration du 27 juillet 2020 que les directeurs des Pôles d'activités (Business Units – BU) Montagne et Mobilier devaient travailler sur des estimations à jour de chiffres d'affaires afin d'être en mesure de montrer le plan de croissance attendu après prise en compte de la crise sanitaire et de son impact économique, le processus d'élaboration du budget 2021 et d'un nouveau Strategic Business Plan (SBP) devant se terminer fin novembre, afin que ces deux éléments puissent être présentés et débattus lors du conseil d'administration du 10 décembre 2020. Les deux directeurs de pôles ont transmis leurs éléments de mise à jour à Madame Carine Rosière début septembre. Madame Carine Rosière a en conséquence transmis à l'Expert Indépendant ces éléments, comprenant le plan de croissance 2021/2025 pour la BU Montagne ainsi que les amendements au plan de croissance de la BU Mobilier (SBP 2021-2022) et le plan d'affaires 2023-2025.

Un premier point d'étape a été effectué le 16 septembre 2020 entre Madame Caroline Barbery-Mebrouk, Madame Carine Rosière, l'Expert Indépendant et le conseil juridique de Lafuma afin de passer en revue la liste des documents et informations demandés par l'Expert Indépendant.

Au cours d'un deuxième point intervenu le 24 septembre 2020, qui avait pour objet le plan d'affaires, il est apparu nécessaire de soumettre au conseil d'administration, pour approbation, le plan de croissance 2021/2025 pour la BU Montagne ainsi que les amendements au plan de croissance de la BU Mobilier (SBP 2021-2022) et le plan d'affaires 2023-2025. Ceci afin de permettre à l'Expert Indépendant de disposer d'un plan d'affaires approuvé par le conseil d'administration représentant, conformément à la réglementation applicable, la meilleure estimation possible des prévisions de la société, couvrant l'ensemble des données prévisionnelles pertinentes.

Un conseil d'administration a en conséquence été convoqué pour le 30 septembre 2020. Madame Carine Rosière a exposé à ce conseil d'administration que le Strategic Business Plan (SBP) 2020/2022 de la BU Montagne n'était plus réaliste en raison de trois événements importants survenus depuis son élaboration, à savoir : la vente des droits de propriété intellectuelle de la marque EIDER, l'arrêt de la distribution de la marque Millet en Chine par l'intermédiaire de la filiale MOP de Lafuma, et l'impact de la crise de la pandémie de COVID 19. Le Forecast 1 - 2020 de la BU Montagne a lui été considéré comme restant valable, bien qu'il ne tienne pas compte de l'arrêt de la distribution en Chine, sous sa forme actuelle. Un nouveau plan de croissance 2021/2025 fait apparaître que le chiffre d'affaires prévu pour 2020 au SPB initial, ne serait atteint qu'en 2024 et que la croissance attendue en 2022 ne serait atteinte qu'en 2023. L'EBIT attendu dans le SBP initial en 2020 n'atteindrait le taux prévu qu'en 2021. Concernant la BU Mobilier, Madame Carine Rosière a indiqué que le SPB 2020/2022 n'était pas remis en cause dans sa structure, mais que la croissance était freinée par la pandémie de COVID 19.

Après discussion, le conseil d'administration du 30 septembre 2020 a, à l'unanimité, approuvé les projections actualisées.

A la suite du dépôt par l'Initiateur de son projet de note d'information, Madame Caroline Barbery-Mebrouk et Madame Carine Rosière ont vérifié, par l'intermédiaire du conseil juridique de la Société, que l'Expert Indépendant prenait bien en compte les intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son Projet de Note d'Information et notamment (i) le fait que l'Initiateur se soit réservé le droit de procéder ultérieurement à des cessions d'actif ou de filiales afin de poursuivre le recentrement de son activité sur certaines marques, et (ii) les intentions déclarées par l'Initiateur en matière de distribution de dividendes.

Un troisième point d'étape a été fait avec l'Expert Indépendant le 16 octobre 2020 au cours duquel l'Expert Indépendant a présenté sa revue détaillée des données et des tendances du plan d'affaires ainsi que les méthodes d'évaluations financières utilisées et les principaux indicateurs financiers analysés.

En parallèle, il a été demandé à l'Initiateur s'il avait à ce jour un projet de recentrement des activités du groupe Lafuma sur certaines marques au-delà de ce qui avait été effectué au cours du 1^{er} semestre 2020 et si oui, si celui-ci pourrait avoir un impact sur l'emploi ou les salariés. L'initiateur a indiqué que comme tout groupe de cette taille, il étudiait sur une base continue les évolutions possibles de sa stratégie et de son périmètre et que ceci était d'autant plus important dans le contexte de pandémie mondiale qui rebat les cartes de nombreux secteurs et de nombreux marchés. Dans ces circonstances l'Initiateur souhaite se réserver toutes les options et opportunités ouvertes.

Puis l'Expert Indépendant a communiqué le 21 octobre 2020 à Madame Caroline Barbery-Mebrouk, Madame Carine Rosière et le conseil juridique de Lafuma ses conclusions préliminaires sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Le projet de rapport de l'Expert Indépendant a été adressé à l'ensemble des membres du conseil d'administration le 23 octobre 2020, en amont du conseil d'administration devant statuer sur l'Offre, le 27 octobre 2020.

Conclusions du Rapport de l'Expert Indépendant

Le cabinet Ledouble a remis son rapport le 27 octobre 2020 :

« À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous notons que :

- le Prix d'Offre est identique à celui retenu dans le cadre des Acquisitions de Blocs réalisées par l'Initiateur avant la survenance de la crise sanitaire liée au Covid-19, qui a affecté l'activité et la rentabilité de Lafuma ;*
- le Prix d'Offre extériorise une prime⁵ sur les valeurs centrales ressortant de l'ensemble de nos critères et méthodes d'évaluation, à l'exception du CMPV 12 mois qui ressort à 18,1 € dans la mesure où il ne reflète que partiellement les effets de la crise sanitaire, et qu'il représente dès lors une valeur haute⁶.*

(...)

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 17,99 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Lafuma apportant leurs titres à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire. »

Principales observations écrites d'actionnaires reçues dans les conditions prévues par la réglementation boursière

Néant

⁵ Pour mémoire, nous avons évalué à moins de 0,6 € par Action le gain économique correspondant à la suppression de la cotation des titres de la Société (§ 1.2.3), par une capitalisation à l'infini de cette économie annuelle selon les mêmes paramètres que ceux retenus pour l'évaluation de l'Action en DCF (§ 3.5.1.3 et § 3.5.1.4) ; nous considérons que cet upside est couvert par les primes susmentionnées.

⁶ Pour la même raison, le cours de bourse le plus haut constaté sur les douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre ressort à un niveau supérieur au Prix d'Offre.

Conclusions du Conseil d'administration

Au vu du projet de note d'information de Calida Holding AG et du rapport de l'Expert Indépendant, le conseil d'administration, à l'unanimité, a tout d'abord constaté que :

- *L'Initiateur détient à ce jour 6.648.279 actions de la Société, auxquelles sont attachés autant de droits de vote, représentant 93,50 % du capital social et 93,61 % des droits de vote réels de la Société.*
- *Le prix de l'Offre est de 17,99 euros par action et la durée de l'Offre est fixée à 10 jours de négociation.*
- *Dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, le projet d'Offre Publique de Retrait sera immédiatement suivi d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur, selon la procédure prévue aux articles L.433-4 II du Code monétaire et financier, et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'exception des actions autodétenues par la Société.*
- *Dans le cadre du Retrait Obligatoire, seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au prix d'Offre par action (soit 17,99 euros par action), nette de tout frais, les actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait (à l'exception des actions auto-détenues par la Société).*
- *Aucune question ni remarque n'a été reçue par la Société, par l'Expert Indépendant, ou, à la connaissance de la Société, par l'AMF, de la part des actionnaires minoritaires de la Société concernant le projet d'Offre depuis le dépôt du projet de note d'information de l'Initiateur.*
- *Ni l'Initiateur ni la Société n'a connaissance d'un accord et n'est partie à un accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.*
- *L'Initiateur a fait part des intentions suivantes concernant l'intérêt de l'Offre pour la Société et les salariés pour les 12 prochains mois :*
 - *L'Initiateur considère que la sortie de la cote de la Société permettra de simplifier le fonctionnement de la Société et notamment de supprimer les coûts et contraintes liés à la cotation (communication financière et audit notamment).*
 - *Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière : la Société a récemment mis en oeuvre une stratégie de cession de certaines des filiales et certains actifs du groupe en vue de se recentrer sur son coeur d'activité (cession par Millet Mountain Group de sa marque Eider et cession par Lafuma d'Oxbow). L'Initiateur se réserve le droit de procéder ultérieurement à d'autres cessions afin de poursuivre le recentrement de son activité sur certaines marques.*
 - *Intentions de l'Initiateur en matière d'emploi : l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs et de gestion des ressources humaines, à l'exception des transferts d'emplois qui pourraient intervenir en cas de cessions ultérieures d'actifs ou de filiales du groupe. Ainsi, la cession de la marque Eider s'est accompagnée de la mise en oeuvre par Millet Mountain Group d'un plan de sauvegarde aux termes duquel 36 salariés ont quitté le groupe.*
 - *Fusion et réorganisation juridique : L'Initiateur n'envisage pas, à la date du projet de note d'information, de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société. Toutefois, il se réserve la possibilité d'étudier une éventuelle fusion de la Société avec d'autres entités du groupe Calida ou tout transfert d'actifs, y compris par voie d'apports entre la Société et l'Initiateur (ou toute autre entité du groupe Calida). Il se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société.*

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société, l'initiateur a mis en avant les éléments suivants :*
 - *L'Offre permet aux actionnaires minoritaires de Lafuma de bénéficier d'une liquidité immédiate au prix de 17,99 euros par action, soit à un prix identique à celui des acquisitions d'actions Lafuma effectuées en 2019 et 2020, avant le déclenchement de la crise du COVID-19. Ce prix extériorise une prime de 5,76% par rapport à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, pendant les soixante jours de négociation précédant l'annonce de l'Offre qui s'élève à 17,99 euros.*
 - *Politique de distribution de dividendes : la politique de distribution de dividendes sera déterminée en fonction de la capacité distributrice de la Société, sa situation financière et des besoins financiers.*

Avis motivé du Conseil d'administration

Sur la base des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, le conseil d'administration a rendu à l'unanimité l'avis motivé suivant quant à l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Le conseil d'administration :

- *prend acte de ce que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritère en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires ;*
- *prend acte de ce que, l'Initiateur détenant plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, le projet d'Offre Publique de Retrait sera suivi d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur (à l'exception des actions auto-détenues par la Société) ;*
- *prend acte que le Retrait Obligatoire entraînera la radiation des actions d'Euronext permettant de simplifier le fonctionnement de la Société et notamment de supprimer les coûts et contraintes liés à la cotation ;*
- *prend acte que l'Initiateur a indiqué se réserver le droit de procéder ultérieurement à d'autres cessions afin de poursuivre le recentrement de son activité sur certaines marques.*
- *prend acte que selon l'Initiateur l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs et de gestion des ressources humaines, à l'exception des transferts d'emplois qui pourraient intervenir en cas de cessions ultérieures d'actifs ou de filiales du groupe ;*
- *considère que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité significative, immédiate et intégrale dans des conditions de prix égales à celles offertes en 2019 et début 2020 à deux actionnaires détenant ensemble 5,80% du capital et considérées comme équitables par l'Expert Indépendant ;*
- *considère en conséquence que l'Offre est conforme aux intérêts des actionnaires minoritaires ;*
- *considère que la radiation des actions de la Société de la cote permettra de simplifier le fonctionnement de la Société et notamment de supprimer les coûts et contraintes liés à cette cotation ;*
- *considère que l'Initiateur détenant déjà le contrôle de la Société, il en fixe d'ores et déjà la stratégie ;*
- *considère en conséquence que le projet d'Offre, tel que décrit dans le Projet de Note d'Information, est conforme aux intérêts de la Société et de ses salariés ;*

- au regard de ce qui précède, décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre ;
- recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre, étant rappelé qu'en tout état de cause les actions non présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre et moyennant une indemnisation identique au prix proposé dans le cadre de l'Offre, soit 17,99 euros par action Lafuma, nette de tout frais ;
- approuve le projet de note en réponse ;
- approuve le projet de communiqué de presse relatif au dépôt du projet de note en réponse qui lui a été préalablement transmis et qui sera publié en application de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF ; et
- prend acte de ce que les actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et ne peuvent donc pas être apportées à l'Offre ;
- donne tous pouvoirs au Président-Directeur Général, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, à l'effet de :
 - finaliser la documentation d'Offre et notamment le Projet de Note en Réponse de la Société,
 - signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre, notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société,
 - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire,

et plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre et du Retrait Obligatoire, en ce compris tout communiqué de presse. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LAFUMA

Lors du conseil d'administration du 27 octobre 2020, les administrateurs ont fait part de leurs intentions ci-dessous dans le cadre de l'Offre :

- Monsieur Reiner Pichler, Monsieur Jean-Pierre Millet, Madame Caroline Barbéry-Mebrouk, Monsieur Daniel Gempeler, Madame Carine Rosière et Madame Manuela Ottiger ont indiqué ne pas détenir d'actions de la Société.
- Calida Holding AG, représentée par M. Sacha Gerber étant l'Initiateur, cette question est sans objet le concernant.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES OU D'AUTO-CONTROLE

À la date de la Note en Réponse, la Société détient 8.294 de ses propres Actions.

Ces actions ne sont pas visées par l'Offre et ne seront pas apportées à l'Offre.

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

Lafuma n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital

A la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 56.885.352 euros divisés en 7.110.669 actions ordinaires de 8 euros de valeur nominale chacune, et le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis de la façon suivante :

	Actions	% en capital	% en droits de vote (réels)
Calida Holding AG	6.648.279	93,50%	93,61%
Public	454.096	6,39%	6,39
Lafuma (actions propres)	8.294	0,12%	-
Total	7.110.669	100%	100%

À la date de la Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

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

En complément des seuils légaux applicables, les statuts de la Société prévoient que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir une fraction égale à 3% du capital social ou des droits de vote ou à tout multiple de 3%, est tenue d'en informer la Société, dans un délai de quinze jours à compter du franchissement du seuil de participation, par lettre recommandée avec accusé de réception adressée à son siège social en précisant le nombre d'actions et de droits de vote détenus.

A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions ci-dessus, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les conditions prévues par la loi, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant 3% du capital social en font la demande consignée dans le procès-verbal de l'Assemblée générale.

6.2.2 Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Lafuma SA (article L. 233-11 du Code de commerce)

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

6.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Lafuma ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de Lafuma, le capital social de Lafuma est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 6.1 ci-dessus.

Depuis le 1^{er} janvier 2020, la Société a reçu une déclaration de franchissement de seuil en date du 24 janvier 2020 par laquelle l'Initiateur indiquait avoir franchi à la hausse le seuil statutaire de 93% du capital ou des droits de vote (multiple de 3), à la suite de l'acquisition le 23 janvier 2020 de 117.960 actions de la Société détenues par les fonds Karakoram, représentant 1,66% du capital et des droits de vote de la Société. En conséquence, l'Initiateur détient 93,50% du capital et des droits de votes théoriques de la Société.

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

Néant.

6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

6.6 Accords entre actionnaires dont Lafuma a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de Lafuma, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice du droit de vote.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Lafuma

6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Lafuma est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sauf décision de porter ce maximum à un chiffre supérieur en cas de fusion dans les conditions prévues par la législation en vigueur.

Conformément aux stipulations de l'article 12 des statuts de Lafuma, le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne peut être supérieur à la moitié des administrateurs en fonction.

Au cours de la vie sociale, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire pour une durée de six ans. Tout administrateur sortant est rééligible.

En cas de vacance, par décès ou démission, d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire.

Les nominations effectuées par le conseil à titre provisoire sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

A défaut de ratification, les délibérations prises par le conseil d'administration et les actes accomplis antérieurement par lui ou les administrateurs n'en demeurent pas moins valables. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne reste en fonction que pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur à trois, les administrateurs doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale, en vue de compléter l'effectif du conseil d'administration.

Les administrateurs peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

6.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est seule habilitée à modifier les statuts de Lafuma dans toutes leurs stipulations, elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

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

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris celles des actionnaires ayant voté par correspondance. Toutefois, en cas d'augmentation du capital social par incorporation de bénéfices, réserves ou primes d'émission, l'assemblée générale extraordinaire statue aux conditions de quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires.

6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration ne dispose pas de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres.

6.9 Accords conclus par Lafuma qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Lafuma

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

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

Néant.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des articles 261-1 I 1° et 261-1 II du Règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société en date du 16 septembre 2020 (en l'absence d'opposition de l'AMF à cette désignation), avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire. Ce rapport en date du 27 octobre 2020 figure en **Annexe 1** de la Note en Réponse.

8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.groupe-lafuma.com) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès du siège social de LAFUMA SA sis 3, Impasse les Prairies à Annecy-le-Vieux (74940).

9. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Reiner Pichler

Président et Directeur Général

ANNEXE 1

Rapport de l'Expert Indépendant



Ledouble

LAFUMA

3, impasse des Prairies
74940 Annecy-le-Vieux

OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE SUR LES ACTIONS LAFUMA

ATTESTATION D'EQUITE

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



SOMMAIRE

1.	<u>PRESENTATION DE L'OFFRE ET DE LA MISSION</u>	<u>7</u>
1.1.	Contexte et termes de l'Offre	7
1.2.	Conditions de l'Offre	7
1.3.	Contours de la Mission	8
1.4.	Limites de la Mission	10
1.5.	Plan du Rapport	10
2.	<u>PRESENTATION DU GROUPE ET DE SON MARCHE</u>	<u>11</u>
2.1.	Présentation de Lafuma	11
2.2.	Environnement et tendances des marchés du Groupe	14
2.3.	Analyse historique de la performance du Groupe	17
2.4.	Matrice SWOT	24
3.	<u>ÉVALUATION MULTICRITERE</u>	<u>25</u>
3.1.	Données structurant l'Evaluation Multicritère	25
3.2.	Méthodes d'évaluation écartées	29
3.3.	Références boursières	29
3.4.	Prix payé par l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions de Blocs	32
3.5.	Méthodes d'évaluation retenues	32
3.6.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par le Prix d'Offre	43
4.	<u>ANALYSE DES ELEMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRESENTATEUR</u>	<u>44</u>
4.1.	Trésorerie financière nette	44
4.2.	Référence au cours de bourse	44
4.3.	Valorisation intrinsèque	45
4.4.	Valorisation analogique	45
4.5.	Référence à l'ANCC	47
4.6.	Synthèse sur la valorisation de l'Action	47

<u>5.</u>	<u>EXAMEN DES OBSERVATIONS FORMULEES PAR DES ACTIONNAIRES</u>	<u>48</u>
<u>6.</u>	<u>CONCLUSION</u>	<u>48</u>
	<u>ANNEXES</u>	<u>49</u>

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Acquisitions de Blocs	Acquisition par l'Initiateur d'une succession de blocs sur la période 2018-2020, au prix de 17,99 € par Action, portant sa participation dans le capital de la Société de 71,55% à 93,50%
Action(s)	Action(s) de la Société
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANC	Actif Net Comptable
ANCC	Actif Net Comptable Corrigé
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
Calida	Calida Holding AG
Capex	<i>Capital Expenditures</i>
CHF	Franc suisse
Cible	Lafuma
CMPV	Cours Moyen Pondéré par les Volumes
Comparables Boursiers	Panels de sociétés cotées comparables au Groupe constitués pour l'évaluation analogique de l'Action par les multiples boursiers
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de Lafuma
Conseil juridique de la Société	Villey Girard Grolleaud A.A.R.P.I.
Conseil juridique de l'Initiateur	Bredin Prat
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DEU	Document d'Enregistrement Universel de Lafuma
Direction	Management de Lafuma
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization</i>
EBIT	<i>Earnings Before Interests & Taxes</i>
Équité	Caractère équitable des conditions financières de l'Offre
Établissement Présentateur	Société Générale
Expert Indépendant	Ledouble
Evaluation Multicritère	Valorisation multicritère du Groupe et de l'Action
Groupe	Lafuma et ses filiales
Horizon Explicite	Données figurant dans le Plan d'Affaires de la Société au titre de la période prévisionnelle 2020-2025
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Initiateur	Calida Holding AG
Lafuma	Lafuma SA

Ledouble	Ledouble SAS
Mission	Expertise Indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
Offre	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les Actions
OPA	Offre publique d'achat
<i>Outdoor</i>	Marché de l'habillement et du matériel pour des activités en pleine nature
Pb	Points de base
PER	<i>Price Earning Ratio</i>
Plan d'Affaires de la Société	Plan d'affaires établi par la Direction en 2020, couvrant la période prévisionnelle 2020-2025
Prix d'Offre	17,99 € par Action
Rapport	Rapport d'expertise indépendante établi par Ledouble
Société	Lafuma
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats</i>
Transactions Comparables	Panels de transactions constitués pour l'évaluation analogique de l'Action par les multiples transactionnels
VE	Valeur d'entreprise

En date du 16 septembre 2020, Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été nommé par le conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** ») de la société Lafuma SA (la « **Société** » ou la « **Cible** » ou « **Lafuma** »), en tant qu'expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (l'« **Offre** ») qui sera initiée sur les actions de Lafuma (les « **Actions** » et unitairement l'« **Action** ») par la société Calida Holding AG (l'« **Initiateur** » ou « **Calida** »).

Cette mission d'expertise indépendante (la « **Mission** ») consiste à nous prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre, du prix d'offre de 17,99 € par Action (le « **Prix d'Offre** »).

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») est établi en application de l'article [262-1](#) du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« **AMF** »), des instructions d'application AMF n°[2006-07](#) et n°[2006-08](#), ainsi que de la recommandation AMF n°[2006-15](#). La conclusion du Rapport (l'« **Attestation d'Equité** ») porte sur le caractère équitable des conditions et des modalités financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de Lafuma.

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration, après agrément de l'AMF dans les conditions fixées par l'article [261-1-1](#) du règlement général de l'AMF, la Société nous a adressé¹ une lettre précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les éventuelles situations de conflit d'intérêts identifiées ; cette lettre figure en **Annexe 1** du Rapport.

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

¹ En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

1. Présentation de l'Offre et de la Mission

1.1. Contexte et termes de l'Offre

Par communiqués de presse en date respectivement du 25 et du 26 septembre 2020, Calida et Lafuma ont annoncé conjointement l'intention de l'Initiateur de déposer un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire portant sur les Actions de la Société non détenues par l'Initiateur.

Actuellement, Calida² détient 93,50% du capital et des droits de vote théoriques de la Société³, soit 93,61% des droits de vote réels⁴.

L'Offre s'inscrit dans le prolongement du renforcement de Calida dans le capital de Lafuma depuis fin 2013.

1.2. Conditions de l'Offre

1.2.1. Périmètre de l'Offre

Le capital et les droits de vote de la Société à la date du dépôt de l'Offre se répartissent comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
Calida Holding	6 648 279	93,50%	6 648 279	93,61%
Public	454 096	6,39%	454 096	6,39%
Lafuma (Auto-détention)	8 294	0,12%	-	-
Total	7 110 669	100%	7 102 375	100%

Source : Lafuma

L'Offre porte sur la totalité des Actions non encore détenues par l'Initiateur, à l'exception des 8.294 Actions auto-détenues, soit 454.096 Actions représentant 6,4% du capital et des droits de vote de la Société.

À ce jour, il n'est pas recensé d'instrument financier ou de droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société. En effet, les *stock-options* octroyées aux responsables opérationnels du groupe Lafuma donnent droit uniquement à la souscription de titres de Calida, et non pas d'Actions de la Société.

² Calida est une société de droit suisse, au capital de 825.735,10 CHF, sise Bahnstrasse, à Oberkirch (6208) en Suisse, et immatriculée au registre du commerce du Canton de Lucerne sous le numéro CHE-100.688.224 ; les actions de Calida sont admises aux négociations sur SIX Swiss Exchange.

³ Sur la base d'un nombre total de 7.110.669 Actions représentant autant de droits de vote théoriques en application de l'article [223-11](#) alinéa 2 du règlement général de l'AMF ; le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des Actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

⁴ Sur la base d'un nombre total de 7.102.375 droits de vote réels.

L'Offre donne aux actionnaires de Lafuma une liquidité immédiate pour leurs Actions au Prix d'Offre de 17,99 €, identique à celui payé par Calida pour l'acquisition d'une succession de blocs sur la période 2018 à 2020 (les « **Acquisitions de Blocs** »)⁵.

1.2.2. Financement de l'Offre

Le coût maximum de l'Offre pour l'Initiateur est de l'ordre de 8,2 M€⁶.

L'Offre sera financée intégralement par l'Initiateur sur ses fonds propres.

1.2.3. Gains économiques liés à l'Offre

À l'exception des frais inhérents à la cotation des titres de la Société, l'Initiateur n'anticipe pas de synergies ni de gains économiques liés à l'Offre.

1.3. Contours de la Mission

1.3.1. Modalités de désignation de Ledouble

Ledouble a été désigné le 16 septembre 2020 par le Conseil d'Administration en qualité d'expert indépendant ayant pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, et notamment de vérifier le caractère équitable du Prix d'Offre (l'« **Équité** »).

Cette désignation et le Rapport entrent dans le cadre de l'article 261-1 I 1° et 261-1 II⁷ du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08⁸, complétée de la recommandation AMF n°2006-15⁹.

1.3.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant :

- de Lafuma ;
- de Calida ;

⁵ Les Acquisitions de Blocs sont intervenues avant la crise sanitaire liée au Covid 19.

⁶ 454.096 Actions x 17,99 € (hors frais et commissions).

⁷ Extraits de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

« I. - 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. Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1° Lorsque 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. [...]

II. - La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-3. »

⁸ « Expertise indépendante ».

⁹ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

- du conseil juridique¹⁰ de la Société (le « **Conseil juridique de la Société** ») et du conseil juridique de l'Initiateur¹¹ (le « **Conseil juridique de l'Initiateur** ») ;
- de l'établissement présentateur¹² de l'Offre (l'« **Etablissement Présentateur** »).

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Offre, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission ; en particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec l'Établissement Présentateur¹³ ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains¹⁴ et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

1.3.3. Diligences effectuées

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du *corpus* juridique de l'Offre, des caractéristiques de l'Initiateur et de la Cible et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère du groupe Lafuma et de l'Action (l'« **Evaluation Multicritère** »), en vue d'apprécier l'Équité.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels que nous avons eus, tout au long de la Mission¹⁵, avec les représentants de la Cible, de l'Initiateur, de leurs conseils juridiques respectifs, et de l'Etablissement Présentateur¹⁶, se sont fondées notamment¹⁷ sur :

- l'exploitation des informations disponibles sur le marché et les secteurs sur lesquels la Société et ses filiales (le « **Groupe** ») sont positionnées ;
- l'analyse des modalités de déroulement de l'Offre et de son financement ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées disponibles sur le site Internet¹⁸ de la Société ;

¹⁰ Villey Girard Grolleaud A.A.R.P.I.

¹¹ Bredin Prat.

¹² Société Générale ; conformément à l'article [231-13](#) du règlement général de l'AMF, Société Générale garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

¹³ Les expertises financières indépendantes publiques que nous avons réalisées (2014 à 2020) sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

¹⁴ Les profils des membres de l'équipe dédiée à la réalisation, à la supervision et à la revue indépendante des travaux effectués dans le cadre de la Mission figurent en **Annexe 6**.

¹⁵ Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2**. Les principales étapes de la Mission sont recensées en **Annexe 3**.

¹⁶ La liste des personnes rencontrées et/ou contactées durant la Mission figure en **Annexe 4**.

¹⁷ La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.

¹⁸ <http://www.groupe-lafuma.com/>

- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires antérieurement à l'Offre ;
- l'examen détaillé des comptes consolidés semestriels au 30 juin 2020 de Lafuma ;
- l'étude approfondie et critique des données budgétaires 2020 et des prévisions à moyen terme du Groupe élaborées par le management de Lafuma (la « **Direction** ») ;
- l'exploitation de nos bases de données sectorielles¹⁹ et financières²⁰, tant en ce qui concerne le Groupe que ses concurrents ;
- l'appréciation du Prix d'Offre au regard de l'Evaluation Multicritère et d'analyses de sensibilité à divers paramètres structurant la valorisation du Groupe ;
- la revue des travaux de l'Établissement Présentateur et la comparaison avec l'Evaluation Multicritère.

Nous avons en outre obtenu la confirmation auprès de la Direction de l'ensemble des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

1.4. Limites de la Mission

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs sont fiables et transmises de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision appartient au Conseil d'Administration aux termes de l'avis motivé qu'il rendra sur l'Offre.

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information en réponse de la Société dans laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons ci-après successivement :

- l'activité et l'environnement de Lafuma (§ 2) ;
- l'Évaluation Multicritère et la synthèse de nos travaux (§ 3) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur (§ 4) ;
- l'examen des observations formulées par des actionnaires (§ 5) ; et
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 6).

¹⁹ Dont Xerfi.

²⁰ Bloomberg, S&P Capital IQ (paramètres financiers et comparables boursiers) et Mergermarket (comparables transactionnels).

2. Présentation du Groupe et de son marché

Nous présentons de manière succincte l'activité historique du Groupe (§ 2.1) en lien avec l'évolution récente de son environnement (§ 2.2) et ses performances historiques (§ 2.3).

Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 2.4), permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

2.1. Présentation de Lafuma

Lafuma est une société anonyme sise 3, impasse des Prairies, à Annecy le Vieux (74940), inscrite au registre du commerce et des sociétés d'Annecy sous le numéro 380 192 807. Son capital s'établit à 56.885.352 € et se compose de 7.110.669 Actions d'une valeur nominale unitaire de 8 €.

Les Actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé Euronext Paris.

2.1.1. Historique du Groupe

Créée en 1930 par les frères Lafuma, la Société éponyme a été lancée grâce à l'invention du sac à dos. Par la suite, Lafuma a complété sa gamme de produits, puis son portefeuille de marques, sur le marché de l'équipement et de l'habillement pour les activités sportives en extérieur. Ce marché de l'habillement et du matériel pour des activités en pleine nature est qualifié d'*outdoor* (l'« **outdoor** »).

Les dates clés²¹ donnent un aperçu de l'historique du Groupe qui, depuis la fin du XX^{ème} siècle, est devenu l'un des leaders de l'*outdoor* en France et dans un certain nombre de pays européens.

- 1930 Création par les frères Lafuma de la Société spécialisée dans la confection et la vente de tous types de sacs.
- 1936 Invention et commercialisation des premiers sacs à dos.
- 1954 Création par la Société de meubles de camping.
- 1970 Poursuite du développement de la Société et débuts à l'international.
- 1984 Changement de la direction de la Société avec la nomination de Monsieur Joffard qui fait évoluer la stratégie (développement d'une gamme complète de produits de randonnée).
- 1986 Création d'une usine en Tunisie, qui emploie aujourd'hui 240 personnes.
- 1987 Entrée d'Axa et de Siparex au capital de la Société.

²¹ Informations issues des rapports financiers annuels publiés par le Groupe.

- 1989 Développement vers l'Asie avec la création de Lafuma Hong-Kong, filiale en charge à la fois du *sourcing* et de la commercialisation sur la zone asiatique.
- 1995 Reprise de la société Millet.
- 1997 Introduction à la bourse de Paris.
- 1999 Ouverture du premier magasin à Hong-Kong.
- 2001 - 2002 Reprise des sociétés Lallemand et Big Pack, spécialisées dans le mobilier et le matériel *outdoor*.
- 2005 Création d'un pôle Surf avec l'acquisition d'Oxbow SAS.
- 2007 Démarrage des sites de ventes en ligne des marques Lafuma et Oxbow.
- 2008 Acquisition de la marque Eider venant renforcer le pôle Montagne²².
- 2013 - 2014 Acquisition par Calida de 15,3% du capital de Lafuma.

Calida a pris le contrôle de Lafuma suite à une augmentation de capital réservée de 35 M€ et au lancement en 2014 d'une OPA simplifiée sur les titres Lafuma. À la fin de l'exercice 2014, Calida détenait 59,9% du capital de Lafuma.
- 2015 Simplification de la structure du pôle Montagne via la fusion des sociétés le composant au sein d'une seule entité, Millet Mountain Group SAS.
- 2016 Augmentation de la participation de Calida, portée à 71,5% du capital de Lafuma.

Nomination de Monsieur Reiner Pichler au poste de Président Directeur Général.
- 2017 Restructuration de la distribution du pôle Montagne à Hong-Kong et aux Etats-Unis.
- 2019 Calida porte sa participation à 91,8% du capital de Lafuma.
- 2020 Cession par Lafuma des droits de propriété intellectuelle de la marque Eider au groupe coréen K2²³ et de sa participation dans Oxbow SAS à la société française Rainbow SAS²⁴.

²² Les activités du Groupe s'articulent autour du pôle Montagne et du pôle Mobilier (§ 2.1.2).

²³ En janvier 2020.

²⁴ En mai 2020.

2.1.2. Activités du Groupe

Le Groupe a pour activité la conception, la fabrication et la commercialisation de produits d'habillement et d'équipement positionnés sur le marché de l'*outdoor*.

Depuis la cession des droits de propriété intellectuelle de la marque Eider et de sa participation dans Oxbow SAS²⁵ (§ 2.1.1), le Groupe est segmenté en deux pôles :

- le pôle Montagne, exploitant les marques Millet et Lafuma *Outdoor*, conçoit et commercialise différentes gammes de vêtements, de chaussures et d'équipements technologiquement innovants ; les activités sportives cibles historiques du Groupe sont l'alpinisme et la randonnée ;
- le pôle Mobilier, sous la marque Lafuma Mobilier, conçoit et fabrique en France du mobilier d'extérieur haut de gamme à destination des particuliers et des professionnels²⁶.

La maîtrise industrielle de la production est une des composantes de la stratégie du Groupe qui souhaite conserver la fabrication d'une part importante de ses produits. Le Groupe possède ainsi quatre usines, dont la production représente à ce jour 38% du chiffre d'affaires consolidé :

- deux usines sont situées en France, à Anneyron (Drôme) et au Vieu-d'Izenave (Ain)²⁷ ;
- les deux autres sites de production du Groupe sont localisés en Tunisie et en Hongrie.

La commercialisation des produits est assurée par plusieurs canaux de distribution :

- le segment *Wholesale* correspond à la distribution *via* des grossistes et des distributeurs, dans des magasins ou sous la forme de *e-commerce* multimarques. Ce mode de distribution contribuait à 77% du chiffre d'affaires du Groupe en 2019²⁸ ;
- le segment *Retail* distribue les produits *via* des boutiques et des *outlets* mono-marque ou multimarques administrés par le Groupe et les sites de *e-commerce* du Groupe. Lafuma dispose d'un faible niveau de distribution en propre, le segment *Retail* ne représentant que 23% de son chiffre d'affaires en 2019²⁹.

L'activité du Groupe se répartit géographiquement comme suit :

- la France³⁰ reste le premier marché du Groupe avec 57% du chiffre d'affaires au titre de l'exercice 2019³¹. Lafuma est un des acteurs majeurs du marché de l'*outdoor* en France grâce à un portefeuille de marques reconnues³² ;

²⁵ Cession du pôle Surf.

²⁶ Lafuma Mobilier a développé la gamme « Horizon » pour répondre spécifiquement aux attentes des professionnels tels que les cafés, les hôtels ou les restaurants - DEU 2019, p. 17.

²⁷ Les produits du pôle Mobilier sont fabriqués en quasi-totalité sur le site historique du Groupe à Anneyron.

²⁸ Présentation générale du Groupe - DEU 2019, p. 5.

²⁹ Aperçu des activités et de la stratégie - DEU 2019, p. 9.

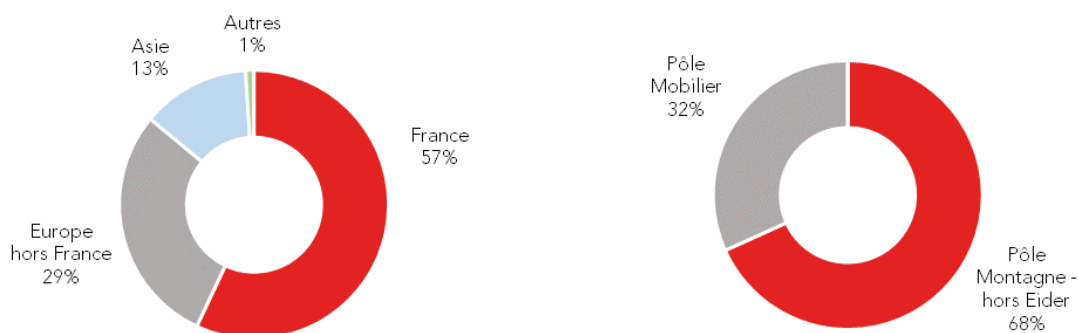
³⁰ La France est le deuxième marché européen de l'*outdoor*.

³¹ Répartition géographique du chiffre d'affaires – DEU 2019, p. 60.

³² En France, la randonnée et la marche sportive sont les activités sportives les plus populaires, pratiquées par plus de la moitié de la population.

- le Groupe réalise près d'un tiers de son chiffre d'affaires sur le reste de l'Europe ;
- son activité en Asie se développe notamment au travers de la marque Millet qui gagne en popularité au Japon, premier marché du Groupe à l'export³³.

Répartition du chiffre d'affaires 2019 par zone géographique et par pôle



Source : Lafuma

Au 31 décembre 2019, le Groupe emploie 1.013 collaborateurs répartis dans douze pays³⁴.

2.2. Environnement et tendances des marchés du Groupe³⁵

En lien avec les marchés sur lesquels Lafuma intervient, nous présentons, ci-après, les principales caractéristiques et tendances des marchés de l'*outdoor* (§ 2.2.1) et du mobilier d'extérieur (§ 2.2.2).

2.2.1. Le marché de l'*outdoor*

Le marché de l'habillement et des équipements *outdoor* est une des composantes du secteur des articles de sport sur lequel se concentrent les études sectorielles. Le marché de l'*outdoor* en Europe occidentale représentait environ 23% des ventes d'articles de sport, soit un montant de l'ordre de 14 Md€ en 2019.

Les acteurs du secteur des articles de sport sont à la fois :

- les géants du *sportswear*, tels que Nike ou Adidas ;
- les distributeurs européens spécialisés, tels que Decathlon ou Intersport.

Les principales tendances de consommation observées sur ce secteur sont les suivantes :

- le bien-être physique ou moral est une des préoccupations de la population. Ce phénomène suscite une attention particulière des consommateurs aux questions de santé et à la pratique sportive ;

³³ La croissance du chiffre d'affaires de Millet au Japon est de 24% en 2019 – DEU 2019, p. 17.

³⁴ Présentation générale du Groupe – DEU 2019, p. 5.

³⁵ Source : documentation sectorielle recensée en **Annexe 5**.

- la frontière entre le secteur de la mode et celui des vêtements et des chaussures de sport s'est réduite. Le *sportswear* s'est imposé comme un concurrent des marques d'habillement ; à titre d'exemple, 54% des français portent aujourd'hui des vêtements de sport en dehors de leurs activités physiques ;
- l'élargissement des gammes et l'ajout d'innovations sont des facteurs clefs de la hausse de la demande des articles de sport.

Selon une étude *Xerfi Global* réalisée en 2019³⁶, le secteur mondial des articles de sport a enregistré une croissance moyenne annuelle de 4,7% au cours des dix dernières années. Les principales évolutions attendues au cours des prochaines années sont les suivantes :

- la demande devrait continuer à croître régulièrement en Amérique du Nord et en Europe, zones d'implantation historiques du Groupe, qui représentent respectivement 45% et 24% du marché mondial ;
- la consommation d'articles de sport *outdoor* dans le monde étant en plein essor, leurs ventes devraient connaître une croissance moyenne annualisée sur la période 2019 à 2024 de 2,6% en Europe Occidentale et de 0,5% sur le marché français ;
- le marché chinois affiche actuellement une croissance de l'ordre de 10% par an.

Les tendances en termes de canaux de distribution observées au niveau mondial sont les suivantes :

- une diminution des ventes *via* le réseau des distributeurs, qui reste cependant le canal de distribution prédominant avec 70% des ventes du secteur, proportion également observée sur le chiffre d'affaires du Groupe ;
- une croissance des réseaux de distribution physiques en propre, étant précisé que ce mode de distribution est actuellement faible à l'échelle du Groupe ;
- un développement du *e-commerce* qui est devenu un axe stratégique de commercialisation³⁷. Les ventes en ligne ont connu une croissance annuelle moyenne de 20,9% sur les cinq dernières années et devraient continuer de croître de 18,9% en moyenne par an jusqu'en 2021. Ainsi, le *e-commerce*, qui représentait 16% des ventes globales du secteur en 2018, devrait dépasser 25% à moyen-terme.

³⁶ Xerfi Global, *The global sporting goods industry*, mai 2019 - *Demand for sporting goods*, p. 6.

³⁷ Le Groupe a connu une forte progression de la contribution du *e-commerce* à son chiffre d'affaires, qui est passée de 5,5% en 2019 à 13% au premier semestre 2020.

2.2.2. Le marché du mobilier d'extérieur

Le second pôle du Groupe est le mobilier d'extérieur qui fait partie du secteur de l'ameublement, sur lequel se concentrent la plupart des études économiques.

Le secteur de l'ameublement au sens large regroupe tous les produits d'ameublement domestiques et professionnels. Il est dominé sur le marché français par :

- des fabricants tels que Schmidt et Fournier ;
- des distributeurs spécialisés tels que But, Conforama et Ikea.

Les principales caractéristiques du secteur, pris dans son ensemble, sont les suivantes :

- un volume de meubles fabriqués en France qui a diminué de moitié au cours des vingt dernières années en étant contrebalancé par une augmentation des importations de meubles de pays d'Europe (Italie, Pologne) et d'Asie (Chine, Vietnam) ;
- l'essor récent du marché de l'occasion, étroitement lié à la progression du *e-commerce*, qui constitue une menace pour le secteur de l'ameublement. À titre d'illustration, 15% des consommateurs français ont acheté au moins un meuble d'occasion en 2019 ; cette proportion tendrait à augmenter, puisque sur la même période ce sont globalement 60% des consommateurs qui ont eu recours à l'achat de produits d'occasion ;
- face à la crise sanitaire liée au Covid 19, les acteurs du secteur axent leur stratégie sur de nouveaux canaux de distribution à travers les ventes associées à des services en ligne.

Plus spécifiquement, le marché de l'ameublement d'extérieur est fortement corrélé aux conditions météorologiques et au nombre de transactions immobilières.

Selon une étude réalisée par Statista en 2019³⁸, le marché de l'ameublement d'extérieur :

- a enregistré une croissance annuelle moyenne de 8,1% au cours des cinq dernières années ;
- devrait connaître une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 5,8% jusqu'en 2025.

En France, le marché du meuble de jardin a augmenté de 3,1% en 2019 et de 1% depuis le début de l'année 2020.

³⁸ Statista, *Outdoor furniture market value worldwide, from 2015 to 2025*, 2019.

2.3. Analyse historique de la performance du Groupe

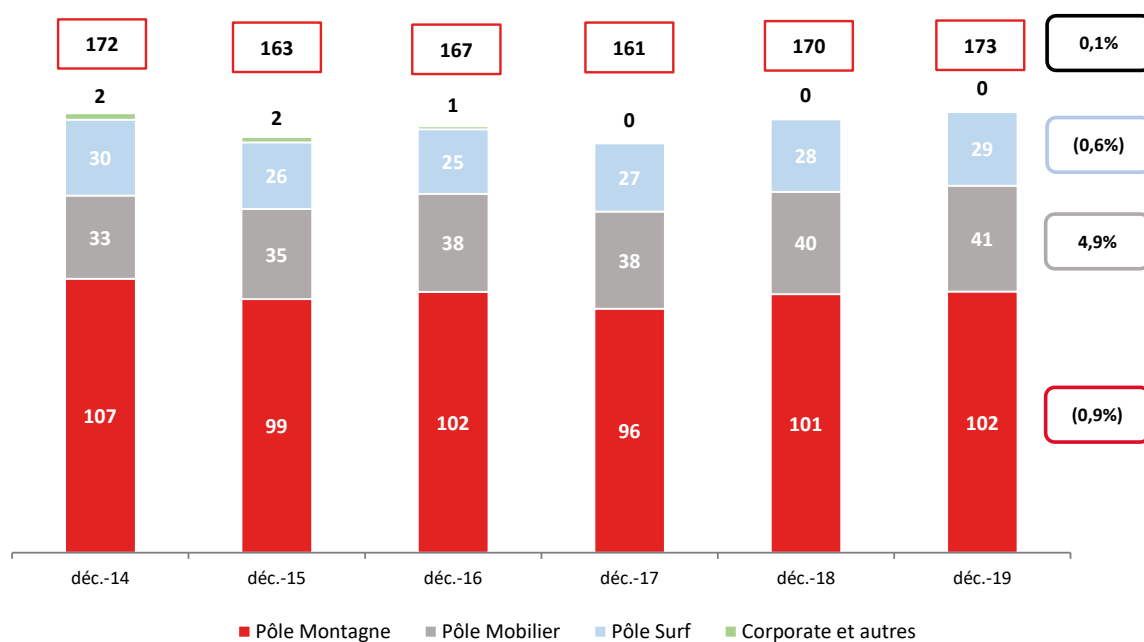
Lafuma établit ses comptes consolidés selon le référentiel comptable international IFRS.

Nous exposerons les performances du Groupe de 2014 à 2019³⁹, en termes de chiffre d'affaires (§ 2.3.1) et de profitabilité opérationnelle (§ 2.3.2), ainsi que sa structure bilancielle au 30 juin 2020 (§ 2.3.3).

2.3.1. Chiffre d'affaires

Sur la période analysée, le chiffre d'affaires du Groupe est resté relativement stable malgré des variations de périmètre et la fermeture de plusieurs filiales, avec une croissance moyenne annualisée (« CAGR ») de 0,1%⁴⁰.

Evolution du chiffre d'affaires par pôle sur la période 2014-2019 (M€)



Source : Lafuma

³⁹ Compte tenu de la saisonnalité des activités du Groupe, nous ne présentons pas les résultats semestriels 2020 en termes de chiffre d'affaires et de profitabilité opérationnelle.

⁴⁰ Le pôle Montagne tient compte de la contribution de la marque Eider sur l'ensemble de la période 2014-2019.

Les tendances ne sont toutefois pas similaires entre les deux pôles :

- le pôle Montagne, principal segment du Groupe représentant 59% du chiffre d'affaires en 2019, affiche un chiffre d'affaires en léger recul sur la période 2014-2019. Cette situation serait en partie due à :
 - une stratégie de rationalisation du pôle mise en œuvre à compter de 2016⁴¹ visant à renforcer la rentabilité au détriment du volume des ventes ;
 - des changements météorologiques structurels⁴² ;
 - l'arrêt de certaines filiales de distribution ;
- le pôle Mobilier affiche une croissance moyenne annualisée de 4,9% liée à une hausse des exportations, notamment vers les États-Unis, zone sur laquelle le label *Made in France* constitue un avantage concurrentiel. L'innovation importante de ce pôle à travers le développement des gammes « Privilège », mobilier de jardin haut de gamme à destination des particuliers, et « Horizon », à destination des professionnels, est également venue en support au développement international.

Au 30 juin 2020, le Groupe a enregistré une baisse de 17,3% de son chiffre d'affaires à périmètre comparable, hors pôle surf⁴³, par rapport au premier semestre 2019, qui s'explique par :

- la cession des droits de propriété intellectuelle de la marque Eider dès janvier 2020 ;
- l'impact de la crise sanitaire, essentiellement sur le pôle Montagne.

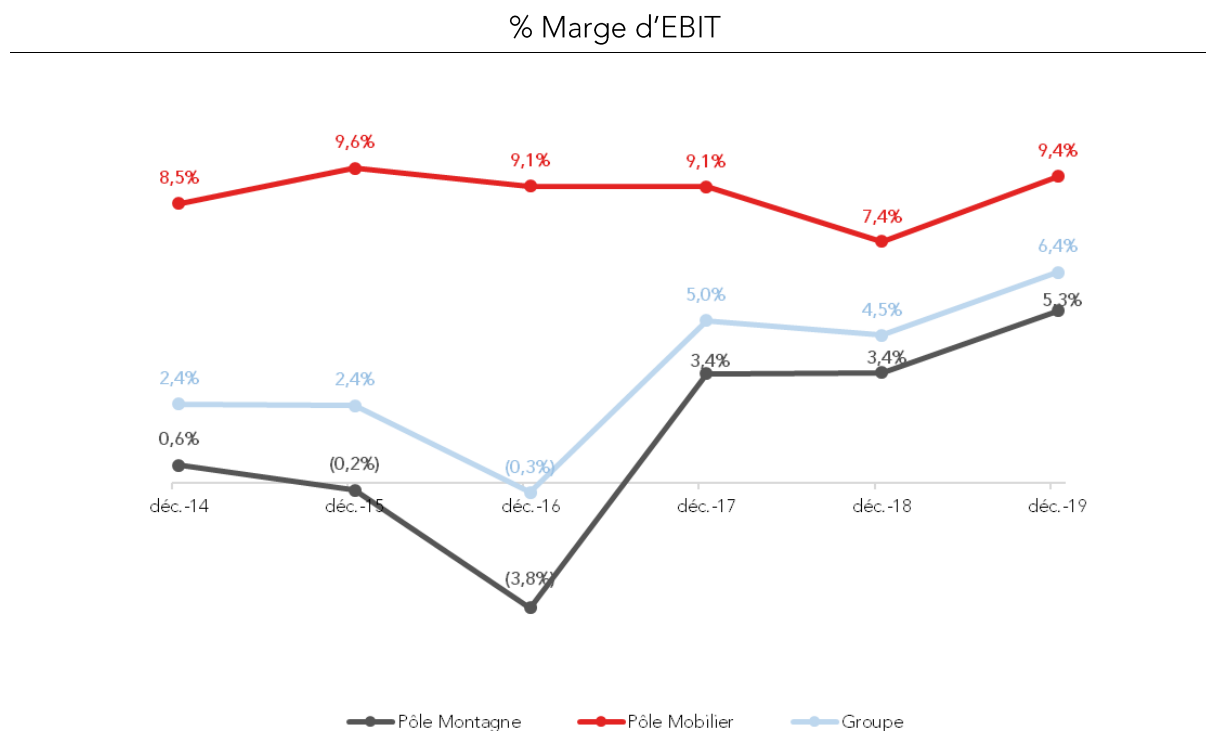
⁴¹ Le processus de distribution a été restructuré, notamment à Hong-Kong et aux États-Unis, entraînant une baisse de chiffre d'affaires de 6,3 M€ sur ces zones en 2017. Néanmoins, cette restructuration a permis d'augmenter le niveau de marge opérationnelle du pôle Montagne.

⁴² En raison du réchauffement climatique, la période hivernale devient globalement moins longue et moins froide, ce qui a pour conséquence une baisse des ventes des articles de montagne.

⁴³ Le premier semestre 2020 a été retraité du pôle Surf, suite à la cession d'Oxbow SAS.

2.3.2. Profitabilité opérationnelle⁴⁴

Malgré un chiffre d'affaires relativement stable entre 2014 et 2019, le Groupe est parvenu à améliorer sa profitabilité d'exploitation⁴⁵.



Source : Lafuma

Le niveau et l'évolution de la profitabilité opérationnelle est disparate selon les pôles⁴⁶ :

- le pôle Mobilier affiche un niveau de profitabilité opérationnelle en progression, passant de 8,5% en 2014 à 9,4% en 2019. Le taux de marge d'EBIT a été en retrait en 2018 à 7,4% en raison de conditions météorologiques défavorables à la vente de mobilier d'extérieur ; cette situation a accru la concurrence sur le marché, engendrant une baisse des prix qui a affecté directement la marge opérationnelle du pôle ;
- le taux de marge opérationnelle sur le pôle Montagne s'est amélioré, passant de 0,6% en 2014 à 5,3% en 2019, suite à la stratégie mise en œuvre en 2014 et 2015⁴⁷ visant à :
 - rationaliser l'organisation de ce pôle ;
 - renforcer le pouvoir commercial des marques du Groupe ;

⁴⁴ Le résultat opérationnel tient compte des coûts « Corporate ».

⁴⁵ La marge d'EBIT au titre de l'exercice 2019, à partir duquel la norme IFRS 16 est entrée en vigueur, a été retraitée des charges financières liées à l'application de cette norme ; les marges d'EBIT présentées graphiquement sur la période 2014-2019 s'entendent ainsi hors incidence de la norme IFRS 16.

⁴⁶ La profitabilité opérationnelle du Groupe ne tient pas compte de la contribution du pôle Surf. En revanche, la profitabilité opérationnelle du pôle Montagne inclut la contribution d'Eider.

⁴⁷ Les résultats 2014 et 2015 du pôle Montagne ont été affectés par les coûts de restructuration. Le résultat opérationnel du pôle Montagne au titre de l'exercice 2016 tient compte d'une provision pour dépréciation sur la marque Eider à hauteur de 2,5 M€ ainsi que de provisions pour la fermeture de filiales à Hong-Kong pour 1,1 M€.

- poursuivre l'innovation des produits ;
- favoriser les synergies en matière de recherche et développement entre les différents pôles d'activité du Groupe ;
- renforcer la distribution par le *e-commerce*⁴⁸ et en *retail* au détriment du *wholesale* ;
- restructurer les activités aux Etats-Unis, au Japon, à Hong-Kong et en Chine⁴⁹.

Le résultat opérationnel du Groupe au 30 juin 2020, en nette baisse par rapport au premier semestre 2019, a été impacté par :

- la diminution des ventes imputable au contexte épidémique de Covid-19 ;
- la comptabilisation de coûts de restructuration du pôle Montagne en France, d'une part, et de fermeture de la filiale chinoise et du magasin de Tokyo pour un montant total de 7,6 M€, d'autre part.

2.3.3. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe se résume comme suit au 30 juin 2020 :

M€	juin-20
Immobilisations incorporelles	3,1
Immobilisations corporelles	7,6
Droits d'utilisation des actifs loués	22,7
Obligations locatives	(20,4)
Autres actifs financiers non courants	6,1
BFR	28,2
Actif économique	47,3
Trésorerie et équivalents de trésorerie	37,1
Dettes financières à court terme	(2,5)
Trésorerie nette comptable	34,7
Provisions pour risques et charges	(8,3)
Impôts différés	2,0
Intérêts minoritaires	0,5
Actif net comptable - part du groupe	76,1
Nombre d'Actions hors autocontrôle	7 102 375
€ / action	10,7 €

Source : Lafuma

⁴⁸ Rachat par Calida en 2017 de la société Reich Online Services, spécialiste du *e-commerce*, permettant de renforcer le développement dans le commerce en ligne.

⁴⁹ La filiale chinoise était historiquement une filiale de production, reconvertie en 2018 en filiale de distribution, dont la fermeture interviendra au cours du second semestre 2020.

2.3.3.1. Immobilisations

Les immobilisations incorporelles (3,1 M€) comprennent essentiellement des licences, des concessions, des marques et des droits au bail.

Les immobilisations corporelles (7,6 M€) sont composées de terrains, de constructions et d'installations techniques en lien avec les activités opérationnelles du Groupe⁵⁰.

2.3.3.2. Droits d'utilisation et obligations locatives

Depuis le 1^{er} janvier 2019, le Groupe applique la norme IFRS 16 « Contrats de location » qui implique :

- de reconnaître au bilan les droits d'utilisation afférents aux biens loués ;
- d'inscrire en contrepartie une dette traduisant les engagements de paiement des loyers.

Au 30 juin 2020 :

- la valeur des droits d'utilisation comptabilisés par le Groupe s'élève à 22,7 M€⁵¹ ;
- les dettes de location représentent un montant total de 20,4 M€⁵².

2.3.3.3. Autres actifs financiers non courants

Les autres actifs financiers non courants (6,1 M€) se composent :

- de créances (3,1 M€) comprenant principalement des prêts relatifs à l'effort construction (1,3 M€) et des dépôts et cautionnements (0,9 M€) ;
- d'obligations non convertibles émises par Rainbow SAS (2,2 M€)⁵³ ;
- d'une participation minoritaire de 18,6% au capital de Rainbow SAS (0,8 M€).

⁵⁰ Les actifs sont affectés à l'exploitation.

⁵¹ Le Groupe n'établit pas de distinction entre les droits d'utilisation afférents aux contrats de crédit-bail et ceux relatifs aux contrats de location simple.

⁵² Les dettes de location comprennent également les engagements liés aux contrats de crédit-bail.

⁵³ Parallèlement à la cession de la société Oxbow SAS à la société Rainbow SAS, Lafuma a procédé à un investissement en prenant une participation minoritaire au capital de la société Rainbow SAS afin d'accompagner Oxbow SAS dans cette nouvelle phase de son développement. Lafuma a également souscrit à des obligations non convertibles émises par la société Rainbow SAS.

2.3.3.4. Besoin en fonds de roulement

Le Groupe affiche un besoin en fonds de roulement (« BFR ») compris entre 18% et 23% du chiffre d'affaires sur les trois derniers exercices clos :

M€	déc.-17	juin-18	déc.-18	juin-19	déc.-19	juin-20
Chiffre d'affaires 12 mois	160,5	162,2	169,8	173,6	172,6	145,4
Stocks	40,1	39,2	49,6	46,7	41,8	32,2
Clients	24,3	22,7	19,3	21,1	17,7	20,0
Fournisseurs	(19,5)	(18,5)	(24,3)	(21,5)	(21,5)	(19,8)
BFR d'exploitation	44,9	43,4	44,7	46,2	38,0	32,4
En % du chiffre d'affaires	28,0%	26,8%	26,3%	26,6%	22,0%	22,3%
Créances sociales et fiscales	7,8	8,2	7,4	6,6	5,8	5,5
Autres créances	3,4	4,4	4,8	7,3	5,3	5,8
Dettes fiscales et sociales	(10,5)	(10,5)	(10,6)	(9,6)	(10,5)	(9,8)
Autres dettes	(10,8)	(9,2)	(7,7)	(7,0)	(7,6)	(5,8)
BFR hors exploitation	(10,1)	(7,2)	(6,0)	(2,7)	(7,0)	(4,3)
En % du chiffre d'affaires	(6,3%)	(4,4%)	(3,6%)	(1,6%)	(4,1%)	(2,9%)
BFR	34,9	36,2	38,6	43,5	31,0	28,2
En % du chiffre d'affaires	21,7%	22,3%	22,7%	25,1%	18,0%	19,4%

Source : Lafuma

Compte tenu de l'activité du Groupe, les stocks constituent la principale composante du BFR d'exploitation. La saisonnalité des ventes ainsi que le recours à l'affacturage par la société Millet Mountain Group SAS⁵⁴, lorsque nécessaire⁵⁵, a une incidence significative sur le niveau de BFR global.

2.3.3.5. Trésorerie nette comptable

Les dettes financières (2,5 M€) correspondent à des découverts bancaires.

Après prise en compte de la trésorerie et des équivalents de trésorerie (37,1 M€), la trésorerie nette comptable s'élève à 34,7 M€ au 30 juin 2020⁵⁶.

Cet excédent de trésorerie confère au Groupe une capacité d'investissement.

2.3.3.6. Impôts différés

Les impôts différés actifs nets (2,0 M€) se rattachent principalement aux déficits reportables activés.

⁵⁴ Contrats d'affacturage déconsolidants.

⁵⁵ Recours à l'affacturage pour les clôtures au 31 décembre 2018 (créances cédées de 6,9 M€), au 30 juin 2019 (créances cédées de 3,3 M€) et au 31 décembre 2019 (créances cédées de 5,5 M€). Aucune cession de créance n'a été effectuée au 30 juin 2020.

⁵⁶ Information financière semestrielle au 30 juin 2020, p. 19.

2.3.3.7. *Provisions pour risques et charges*

Les provisions pour risques et charges (8,3 M€), se composent principalement⁵⁷ :

- d'une provision de restructuration du pôle Montagne en France suite à la vente de la marque Eider⁵⁸ (3,3 M€) ;
- d'une provision couvrant les coûts d'arrêt de l'activité du pôle Montagne en Chine (1,6 M€) ;
- des provisions pour pensions et obligations relatives au personnel (1,6 M€) ;
- de provisions pour litiges (1,2 M€) ;
- d'une provision relative à la fermeture d'un magasin déficitaire au Japon (0,2 M€).

2.3.3.8. *Intérêts minoritaires*

Les intérêts minoritaires négatifs sont relatifs à la participation de la Société dans sa filiale polonaise⁵⁹.

⁵⁷ Information financière semestrielle au 30 juin 2020, p. 16.

⁵⁸ Dont 1,3 M€ de provision pour risque de restructuration sur stock et 2,0 M€ de provision pour autres risques.

⁵⁹ Il nous a été confirmé par la Direction l'existence d'un accord au titre duquel le Groupe portera l'ensemble des pertes de la filiale ; il ne sera ainsi demandé aucune somme aux minoritaires pour comblement de passif de la filiale.

2.4. Matrice SWOT

La matrice SWOT présentée ci-dessous résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché :

Forces	Faiblesses
- Acteur majeur sur le marché français et européen de l'<i>outdoor</i>. - Produits techniques et haut de gamme proposés sous la marque Millet. - Notoriété significative en France pour le pôle Mobilier avec une conception et une fabrication françaises. - Excédent de trésorerie conférant au Groupe une importante capacité d'investissement.	- Forte dépendance aux clients <i>wholesale</i> liée à la faiblesse du réseau de distribution en propre. - Faible croissance historique du chiffre d'affaires. - Dépendance importante aux marchés français et européens, avec un développement limité sur les marchés les plus dynamiques.
Opportunités	Menaces
- Engouement croissant de la population mondiale pour l'<i>outdoor</i> qui concurrence le secteur de la mode. - Fort potentiel de développement du <i>e-commerce</i> permettant de diminuer la dépendance du Groupe vis-à-vis des clients <i>wholesale</i>.	- Concurrence accrue des distributeurs qui généralisent la création et la distribution de leurs propres marques notamment sur l'<i>outdoor</i>. - Réchauffement climatique impliquant une réduction des périodes hivernales. - Développement du marché de l'occasion.

3. Évaluation Multicritère

Nous avons mis en œuvre une Évaluation Multicritère du Groupe et de l'Action Lafuma dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 3.1) ;
- les méthodes de valorisation écartées (§ 3.2) ;
- l'analyse du cours de bourse de la Société (§ 3.3) ;
- la référence au prix payé par l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions de Blocs (§ 3.4) ;
- les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes pour apprécier l'Équité (§ 3.5).

La synthèse de la valeur de l'Action restitue l'ensemble des résultats de l'Évaluation Multicritère (§ 3.6).

3.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

3.1.1. Référentiel comptable

Lafuma établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés et les comptes annuels de Lafuma au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2019 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

Les comptes consolidés de Lafuma au titre du premier semestre 2020 ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes, qui n'ont pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels résumés avec la norme IAS 34 relative à l'information financière intermédiaire.

3.1.2. Paramètres d'évaluation

Les comptes consolidés du premier semestre 2020 servent de référence aux données financières historiques utilisées pour l'évaluation de l'Action, notamment en ce qui concerne le nombre d'Actions en circulation (§ 3.1.3) et la trésorerie nette comptable (§ 3.1.5).

La référence au cours de bourse de l'Action est celle du **25 septembre 2020**, dernière date de cotation avant l'annonce de l'Offre (§ 3.3).

Les paramètres financiers tels que les taux d'actualisation (§ 3.5.1.3) et les multiples boursiers (§ 3.5.2) ont été déterminés en fonction des données de marché au **13 octobre 2020**.

3.1.3. Nombre d'Actions

En l'absence d'instruments dilutifs, nos calculs de la valeur unitaire de l'Action ont été effectués sur la base :

- du nombre total de titres en circulation au 30 juin 2020 ;
- sous déduction des actions auto-détenues à cette même date (§ 1.2.1).

Le nombre total d'Actions ainsi ajusté ressort à 7.102.375 :

30-juin-20	
Actions émises	7 110 669
Auto-détention	(8 294)
Nombre d'actions ajusté	7 102 375

Source : Lafuma

3.1.4. Déficits fiscaux

Lafuma dispose au 31 décembre 2019 d'un stock de déficits reportables en France d'un montant total de 58,3 M€⁶⁰, dont 24,9 M€ ont été activés dans les comptes consolidés⁶¹.

Nous avons tenu compte de la valeur actuelle des déficits reportables rattachés au périmètre français d'intégration fiscale, pour leur part activée et non activée, et en fonction de leur consommation prévisionnelle.

Ces déficits ont été actualisés au coût du capital sur la période nécessaire à leur apurement, au regard des prévisions de résultats produites par la Direction et de notre extrapolation de ces projections.

Lafuma dispose par ailleurs d'un stock de déficits reportables associés à ses filiales étrangères, d'un montant de 19,7 M€⁶² au 30 juin 2020, source d'une économie fiscale théorique de 4,2 M€ sur la base des taux d'impôt par zones géographiques⁶³. La Direction nous a cependant confirmé qu'eu égard à la situation actuelle des différentes filiales concernées⁶⁴, l'imputation de ces déficits reportables sur des bénéfices futurs n'était pas envisageable ; en conséquence, aucun impôt différé actif afférent aux déficits reportables étrangers n'a été comptabilisé.

Dès lors, notre estimation de la valeur totale des économies d'impôts liées aux seuls déficits reportables français ressort à **5,7 M€**.

⁶⁰ En base d'impôt.

⁶¹ DEU 2019, p. 65.

⁶² En base d'impôt.

⁶³ Taux d'impôt retenus par le Groupe au 30 juin 2020.

⁶⁴ Les sociétés ayant accumulé des déficits reportables sont principalement des entités dont la liquidation est en cours ou est envisagée à court ou moyen terme ou pour lesquelles l'horizon de profits reste encore très incertain.

3.1.5. Trésorerie nette

La trésorerie financière nette au 30 juin 2020 s'intercale entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe :

- en valorisation intrinsèque, la trésorerie financière nette intègre le poste de trésorerie et équivalents de trésorerie minoré de la dette financière à court terme et ajusté de l'ensemble des éléments d'actifs et de passifs représentatifs d'encaissements et de décaissements futurs qui ne sont pas déjà pris en compte dans le Plan d'Affaires de la Société (§ 3.5.1.2) ;
- en valorisation analogique, la trésorerie nette est déterminée de manière homogène par rapport aux sociétés incluses dans le panel des Comparables Boursiers et des Transactions Comparables (§ 3.5.2 et § 3.5.3).

3.1.5.1. Trésorerie nette comptable

La trésorerie nette comptable du Groupe, d'un montant de **34,7 M€** au 30 juin 2020, se résume comme suit :

M€	
Dettes financières à court terme	(2,5)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	37,1
Trésorerie nette comptable	34,7

Source : Lafuma

3.1.5.2. Trésorerie financière nette en valorisation intrinsèque

Nous retenons, en valorisation intrinsèque, une trésorerie financière nette de **39,7 M€** détaillée ci-après :

M€	
Trésorerie nette comptable	34,7
Déficits reportables	5,7
Obligations non convertibles souscrites auprès de Rainbow	2,2
Titres de participation Rainbow	0,8
Provisions pour restructurations	(3,8)
IDA sur provisions pour restructurations	1,0
Autres provisions pour risques et charges	(1,2)
IDA sur autres provisions pour risques et charges	0,3
Trésorerie financière nette	39,7

Source : Lafuma

La trésorerie financière nette de **39,7 M€** intègre :

- la valeur actualisée de l'économie d'impôt attachée aux déficits reportables de **5,7 M€** (§ 3.1.4) ;
- les obligations non convertibles de **2,2 M€⁶⁵** souscrites auprès de la société Rainbow SAS (§ 2.3.3.3) ;
- une participation de **0,8 M€** pour 18,6% du capital de la société Rainbow SAS à sa valeur d'entrée dans les comptes au cours du premier semestre 2020 (§ 2.3.3.3) ;
- les provisions pour risques et charges au 30 juin 2020 dont les décaissements ne sont pas pris en compte dans les prévisions de la Société, nettes des impôts différés (§ 2.3.3.7), soit :
 - **3,8 M€** au titre de la restructuration du pôle Montagne intégrant :
 - 2,0 M€⁶⁶ suite à la cession des droits de propriété intellectuelle de la marque Eider,
 - 1,6 M€ concernant l'arrêt du pôle Montagne en Chine, et
 - 0,2 M€ couvrant les coûts de fermeture d'un magasin déficitaire au Japon ;
 - **1,2 M€** au titre de litiges ;
 - une fiscalité latente associée à ces provisions au taux de **25,8%**.

Nous n'avons pas majoré l'endettement des provisions pour pensions et obligations relatives au personnel dans la mesure où la Direction nous a confirmé que leur décaissement était intégré dans les flux de trésorerie prévisionnels du Plan d'Affaires de la Société qui sous-tendent notre évaluation (§ 3.5.1.2).

3.1.5.3. Trésorerie financière nette en valorisation analogique

Conformément aux informations issues de nos bases de données concernant les Comparables Boursiers et les Transactions Comparables (§ 3.5.2 et § 3.5.3), nous retenons pour la valorisation analogique du Groupe une trésorerie financière nette de **40,4 M€** correspondant à la trésorerie nette comptable (34,7 M€) après prise en compte de la valeur actualisée de l'économie d'impôt attachée aux déficits reportables, soit **5,7 M€** (§ 3.1.4).

M€	
Trésorerie nette comptable	34,7
Déficits reportables	5,7
Trésorerie financière nette	40,4

Source : Lafuma

⁶⁵ Afin de maximiser la valeur de l'Action, nous avons retenu la valeur nette comptable au 30 juin 2020 des obligations non convertibles relatives à la société Rainbow SAS, sans tenir compte d'un potentiel effet d'actualisation.

⁶⁶ Hors provision pour risque de restructuration sur stocks (1,3 M€) (§ 2.3.3.7).

3.2. Méthodes d'évaluation écartées

3.2.1. Actif net comptable

Le Groupe s'étant historiquement développé principalement par croissance organique ou par des acquisitions désormais anciennes, l'actif net comptable (« ANC ») de Lafuma ne peut servir de référence pour valoriser l'Action.

À titre d'information, l'ANC par Action s'établit à 10,7 € au 30 juin 2020 (§ 2.3.3). L'estimation d'un ANC corrigé de la valeur des éléments cessibles individuellement est présentée *infra* (§ 3.5.4).

3.2.2. Actualisation des dividendes

Lafuma n'ayant distribué aucun dividende au titre des derniers exercices clos, et en l'absence de prévisions formalisées de distribution de dividendes, la valorisation de l'Action par actualisation des dividendes⁶⁷ ne nous paraît pas appropriée.

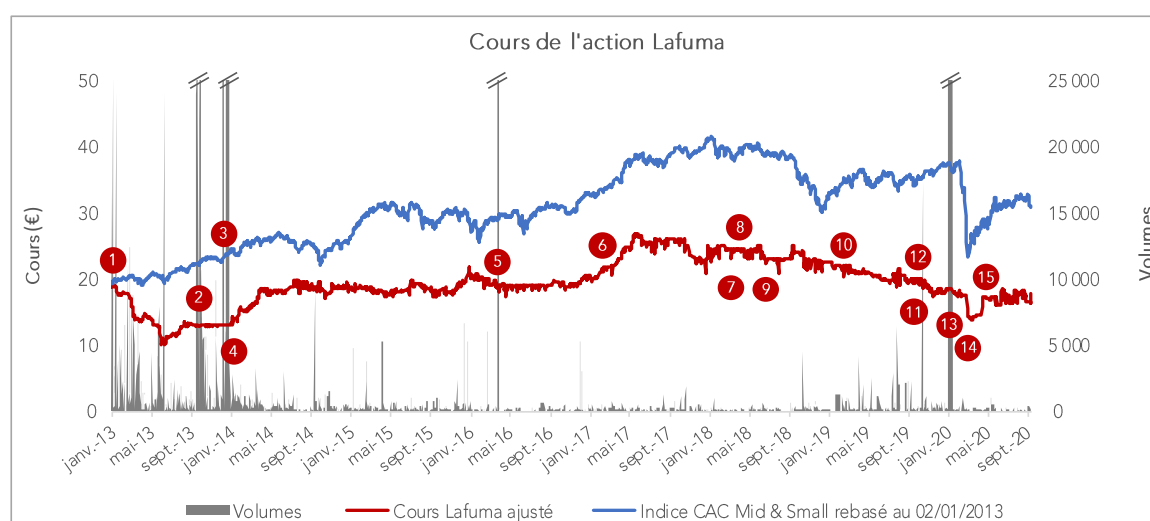
Nous avons par ailleurs mis en œuvre une évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie intégrant, par construction, le potentiel de distribution de dividendes à long terme de la Société, et permettant de prendre en compte la part des résultats non distribués (§ 3.5.1).

3.3. Références boursières

3.3.1. Analyse du cours de bourse

Les Actions Lafuma sont cotées sur le compartiment C du marché réglementé Euronext Paris⁶⁸.

La faible liquidité du titre Lafuma limite la pertinence de la référence au cours de bourse, dont l'analyse est présentée ci-après, à titre indicatif depuis début 2013, qui marque l'entrée de l'Initiateur au capital de Lafuma.



Source : Bloomberg

⁶⁷ Dividend Discount Model ou DDM.

⁶⁸ Sous le code ISIN FR0000035263, mnémonique « LAF ».

Les principaux évènements intervenus au sein du Groupe en lien avec l'évolution du cours de bourse de l'Action au cours de cette période d'observation sont recensés ci-après :

N°	Date	Commentaires
1	15-janv.-13	Le groupe Calida entre au capital de Lafuma (15,27%).
2	4-oct.-13	Projet de renforcement de la participation de Calida et de restructuration du capital de Lafuma.
3	23-déc.-13	Augmentation de capital au profit de Calida qui porte sa participation à 50,65%.
4	14-janv.-14	Calida augmente sa participation au capital de Lafuma de 9,27% suite à une OPAS.
5	6-avr.-16	Acquisition par Calida de 11,63% du capital de Lafuma auprès de Comir et Soparcif à un prix de 16,0 € par action.
6	3-mars-17	Publication des résultats annuels 2016.
7	5-mars-18	Publication des résultats annuels 2017.
8	9-mars-18	Acquisition par Calida de 7,60% du capital de Lafuma auprès de Monsieur Millet à un prix de 17,99 € par action.
9	15-juin-18	Acquisition par Calida de 8,54% du capital de Lafuma auprès de CDC Entreprises Elan PME à un prix de 17,99 € par action.
10	1-mars-19	Publication des résultats annuels 2018.
11	22-oct.-19	Lafuma SA annonce avoir reçu une promesse unilatérale d'achat du Groupe K2 pour la marque Eider.
12	30-oct.-19	Acquisition par Calida de 4,14% du capital de Lafuma auprès de Financière de L'Échiquier à un prix de 17,99 € par action.
13	23-janv.-20	Acquisition par Calida de 1,66% du capital de Lafuma auprès de Karakoram à un prix de 17,99 € par action.
14	13-févr.-20	Lafuma SA annonce avoir reçu une offre ferme de Rainbow SAS dans le cadre de la cession de Oxbow SAS.
15	6-mars-20	Publication des résultats annuels 2019.

Sources : Société, Communiqués de presse, AMF

Le tableau ci-dessous synthétise la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes⁶⁹ (« CMPV ») au 25 septembre 2020, dernière cotation avant l'annonce de l'Offre⁷⁰ :

Date de référence	25-sept.-20
Spot	17,90 €
20 jours	17,09 €
60 jours	17,03 €
120 jours	16,99 €
180 jours	17,93 €
250 jours	18,06 €
12 mois	18,07 €
+ bas 12 mois	13,90 €
+ haut 12 mois	20,00 €

Source : Bloomberg

Le cours de l'Action a évolué dans une fourchette de 13,9 € à 20,0 € durant les douze mois précédant l'annonce de l'Offre ; cette amplitude traduit notamment les effets de la pandémie sur les marchés financiers.

L'étroitesse du flottant et le faible volume de titres échangés au cours des douze mois précédant l'annonce de l'Offre⁷¹ nous conduisent toutefois à relativiser la référence au cours de bourse :

	25-sept.-20
Nombre de titres échangés (12 mois)	40 359
Flottant	454 096
Rotation du flottant (%)	8,9%
Rotation du flottant (années)	11,3

Sources : Bloomberg, Lafuma

3.3.2. Cours cible

En l'absence de suivi du titre Lafuma par les analystes financiers, la référence aux objectifs de cours n'est pas applicable.

⁶⁹ Cours spot au 25 septembre 2020 et cours *intradays* sur les périodes antérieures.

⁷⁰ Les titres échangés sur la plateforme Euronext relatifs à l'acquisition de bloc réalisée par Calida à hauteur de 1,66% du capital de Lafuma auprès de Karakoram au prix de 17,99 € par Action ont été intégrés dans l'analyse du cours de bourse. À l'inverse, l'acquisition de bloc réalisée par Calida à hauteur de 4,14% du capital de Lafuma auprès de Financière de L'Échiquier au prix de 17,99 € par Action n'a pas été retenue dans notre analyse dans la mesure où il s'agit d'une transaction intervenue hors plateforme de négociation (§ 3.4).

⁷¹ L'analyse du flottant a été réalisée sur la base du nombre d'Actions échangées en cumul au cours des 12 derniers mois sans tenir compte des Acquisitions de Blocs par l'Initiateur.

3.4. Prix payé par l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions de Blocs

Depuis 2018, Calida s'est renforcé au capital de Lafuma *via* des opérations de rachats successifs d'Actions qui constituent des transactions de référence utiles à l'appréciation du Prix d'Offre :

- 9 mars 2018 : acquisition par Calida de 7,60% du capital de Lafuma auprès de Monsieur Jean-Pierre Millet à un prix de 17,99 € par Action ;
- 15 juin 2018 : acquisition par Calida de 8,54% du capital de Lafuma auprès de CDC Entreprises Elan PME à un prix de 17,99 € par Action ;
- 30 octobre 2019 : acquisition par Calida de 4,14% du capital de Lafuma auprès de Financière de L'Echiquier⁷² à un prix de 17,99 € par Action ;
- 23 janvier 2020 : acquisition par Calida de 1,66% du capital de Lafuma auprès de Karakoram à un prix de 17,99 € par Action.

Ainsi, au cours des douze derniers mois, nous relevons que l'Initiateur a procédé à l'acquisition de deux blocs d'Actions à un prix identique au Prix d'Offre.

Les Acquisitions de Blocs ont été réalisées avant la survenance de la crise sanitaire, dont les effets, par construction, ne sont pas retranscrits dans le Prix d'Offre.

3.5. Méthodes d'évaluation retenues

Nous nous référons, à titre principal, à la valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash Flow* (DCF) (§ 3.5.1), et à la valorisation analogique par référence aux multiples boursiers (§ 3.5.2).

À titre de recoupement, nous avons mis en œuvre une valorisation analogique par des multiples transactionnels (§ 3.5.3) et par un actif net comptable corrigé (§ 3.5.4).

3.5.1. Valorisation intrinsèque (DCF)

3.5.1.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

La valeur terminale, calculée au-delà de la période explicite de prévisions, se fonde sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, l'endettement financier net est déduit de la valeur des activités opérationnelles (valeur d'entreprise).

⁷² Fonds Echiquier Value Euro et Echiquier Excelsior.

3.5.1.2. Plan d'Affaires de la Société

Nous avons exploité les données prévisionnelles établies par la Direction, qui distinguent le pôle Montagne et le pôle Mobilier du fait des caractéristiques propres à ces activités, notamment en termes de développement, de profitabilité et de croissance.

Cette approche, dite « somme des parties », nous a permis d'appréhender la contribution des différentes activités du Groupe à la valeur d'entreprise d'ensemble, et de tenir compte de leurs spécificités par l'emploi de taux d'actualisation distincts pour l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 3.5.1.3).

Nous avons exploité le plan d'affaires établi par la Direction, présenté et approuvé par le Conseil d'Administration le 30 septembre 2020, tenant compte de l'impact de la crise sanitaire (le « **Plan d'Affaires de la Société** »). Les données prévisionnelles ont été établies par la Direction sur la période 2020 à 2025 (l'« **Horizon Explicite** ») ; ces projections sont présentées hors incidence de la norme IFRS 16.

À titre d'information, nous avons également eu à disposition le plan d'affaires antérieur établi par la Direction sur la période 2020 à 2022, présenté et approuvé par le Conseil d'Administration le 22 juillet 2019. Cependant, ce plan d'affaires ne tient pas compte :

- des variations de périmètre liées à la cession des droits de propriété intellectuelle de la marque Eider et à la cession de la société Oxbow SAS ;
- de l'impact de la crise sanitaire.

Néanmoins, nous relevons que les axes de développement retenus dans ce plan d'affaires antérieur ont été reconduits dans le Plan d'Affaires de la Société ; *in fine*, ce dernier retranscrit principalement l'impact du Covid-19 sur l'Horizon Explicite.

Les données prévisionnelles du Plan d'Affaires de la Société relatives au pôle Montagne reposent sur les hypothèses clés suivantes :

- la croissance des ventes de certaines catégories de produits, dont notamment les chaussures, représentatives du marché de l'*outdoor* ;
- le développement du *e-commerce* au détriment du *wholesale*, permettant de gagner en autonomie et d'améliorer le niveau de marge ;
- le développement de l'activité au Japon et sur la zone germanophone de l'arc Alpin (Allemagne, Suisse, Autriche).

En ce qui concerne le pôle Mobilier, les hypothèses clés retenues par la Direction sont les suivantes :

- la croissance des ventes du segment « relaxation » et le lancement du segment « *dining* » en 2022 ;
- le développement du *e-commerce* et la création de partenariats avec des acteurs du digital⁷³ ;
- le développement soutenu de l'activité aux Etats-Unis.

⁷³ Digital wholesale.

Le Plan d’Affaires de la Société se traduit globalement sur l’Horizon Explicite par :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d’affaires de l’ordre de 4%⁷⁴ ;
- une progression de la marge d’EBIT⁷⁵ :
 - la marge d’EBIT du pôle Montagne remonte progressivement sur l’Horizon Explicite à 7,2% du chiffre d’affaires après avoir été impactée fortement en 2020 par la crise sanitaire ; le niveau de marge prévu à la fin de l’Horizon Explicite n’a jamais été atteint historiquement ;
 - la marge d’EBIT du pôle Mobilier reste stable sur l’Horizon Explicite à 13,5% du chiffre d’affaires ;
- une croissance annuelle d’environ 1,1% des coûts « *Corporate* ».

Si le Plan d’Affaires de la Société intègre bien les effets de la crise sanitaire, le niveau de marge anticipé à la fin de l’Horizon Explicite sur le pôle Montagne peut toutefois être considéré comme ambitieux au regard des réalisations historiques.

Nous avons également valorisé l’Action en nous référant au plan d’affaires de l’Initiateur et en lui appliquant nos propres paramètres d’évaluation ; la valeur centrale par Action qui en ressort est inférieure au Prix d’Offre⁷⁶.

3.5.1.3. Taux d’actualisation

Nous avons déterminé le coût du capital sur le pôle Montagne et le pôle Mobilier à partir de la formule du Modèle d’Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF).

Les taux d’actualisation ont ainsi été calculés au coût du capital en retenant :

- un taux sans risque de **(0,1%)** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)⁷⁷ ;
- un bêta moyen désendetté observé sur une période de 5 ans :
 - de **0,98** pour le pôle Montagne, déterminé à partir d’un échantillon de sociétés cotées comparables évoluant sur le marché de l’*outdoor*⁷⁸ ;
 - de **1,11** pour le pôle Mobilier, déterminé à partir d’un échantillon de sociétés cotées comparables évoluant dans le secteur du mobilier de maison et de jardin⁷⁹ ;
- une prime de risque du marché français estimée à **8,4%**⁸⁰.

⁷⁴ Versus une relative stabilité observée sur les dernières années (§ 2.3.1).

⁷⁵ L’EBIT par pôle est considéré avant allocation des coûts « *Corporate* ».

⁷⁶ Nous présentons le plan d’affaires de l’Initiateur dans la partie § 4 consacrée à l’analyse des éléments de valorisation de l’Etablissement Présentateur, qui s’appuie sur le plan d’affaires de l’Initiateur pour la mise en œuvre de la méthode du DCF.

⁷⁷ Source : Banque de France.

⁷⁸ L’échantillon intègre les sociétés Columbia Sportswear, Fenix Outdoor International, Clarus, Kathmandu et Goldwin.

⁷⁹ L’échantillon intègre les sociétés Maison du Monde, Ethan Allen Interiors et La-Z-Boy ; nous avons exclu de notre échantillon pour la détermination du bêta la société Roche Bobois, en raison de sa récente introduction en bourse.

⁸⁰ Sur la base d’un rendement attendu du marché français estimé à **8,3%** (source : Ledouble, 30 septembre 2020), qui, sous déduction du taux sans risque de **(0,1%)**, induit une prime de risque de **8,4%**.

Sur cette base, les taux d'actualisation applicables au pôle Montagne et au pôle Mobilier ont été estimés respectivement à **8,2%** et **9,2%** :

Taux d'actualisation	Montagne	Mobilier
Taux sans risque	(0,1%)	(0,1%)
Beta	0,98	1,11
Prime de risque	8,4%	8,4%
Taux d'actualisation	8,2%	9,2%

Source : Bloomberg, Ledouble

3.5.1.4. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle de 1,5%, en lien avec les prévisions d'inflation à long terme en France constatées avant la crise sanitaire⁸¹.

3.5.1.5. Synthèse de la valorisation DCF

Au vu des caractéristiques du Plan d'Affaires de la Société, l'évaluation intrinsèque de l'Action repose sur :

- une croissance des ventes axée sur certaines catégories de produits et de segments de marché ;
- un développement du e-commerce permettant de soutenir le niveau de marge ;
- un développement concentré sur certaines zones géographiques ;
- une hypothèse de taux de marge d'EBIT sur le pôle Montagne à la fin de l'Horizon Explicite ambitieuse au regard des réalisations historiques.

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées⁸² du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle :

Croissance Perpétuelle	Taux d'actualisation				
	+0,50 pb	+0,25 pb	0 pb	-0,25 pb	-0,50 pb
-0,50 pb	15,2 €	15,5 €	15,9 €	16,3 €	16,7 €
-0,25 pb	15,4 €	15,7 €	16,1 €	16,5 €	17,0 €
0 pb	15,6 €	16,0 €	16,4 €	16,8 €	17,3 €
+0,25 pb	15,8 €	16,2 €	16,6 €	17,1 €	17,6 €
+0,50 pb	16,0 €	16,5 €	16,9 €	17,4 €	17,9 €

Cette analyse de sensibilité situe la valeur de l'Action entre **15,7 €** et **17,1 €**.

⁸¹ Ce taux est en ligne avec celui que nous retenons pour la détermination du rendement attendu du marché français selon notre modèle interne.

⁸² Variations exprimées en points de base (« pb »).

3.5.2. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

La valorisation analogique de l'Action mobilise les multiples de résultat d'exploitation (EBIT) d'un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers** »), dont le profil et les performances sont présentés respectivement en **Annexe 8** et en **Annexe 9**.

3.5.2.1. Modalités de calcul des multiples de valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser le Groupe selon le seul critère de volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;
- d'excédent brut d'exploitation (EBITDA), car la prise en compte de la norme IFRS 16 dans le consensus de marché est difficilement traçable ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et du différentiel de taux d'imposition applicable.

Comme indiqué en préambule, nous avons ainsi retenu les multiples moyens VE/EBIT des Comparables Boursiers ressortant des consensus de marché disponibles sur la période 2021-2022^{83 84}.

Pour déterminer les multiples de chacun des Comparables Boursiers, nous nous sommes référés :

- à leur capitalisation boursière moyenne 1 mois ; l'endettement financier net (ou le cas échéant la trésorerie nette comptable) s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- aux estimations d'EBIT issues des consensus d'analystes.

Pour mémoire :

- la norme IFRS 16 prévoit le reclassement des charges de location en dehors de l'EBITDA, au niveau des amortissements et des intérêts financiers, en contrepartie de la création au bilan d'un actif (droit d'usage) et d'un passif (obligation locative) relatifs aux contrats de location ;
- la norme ASC 842⁸⁵ prévoit également la création au bilan d'un actif et d'un passif relatifs aux contrats de location, sans toutefois reclasser les charges de location en dehors de l'EBITDA.

⁸³ Nous n'avons pas appliqué le multiple moyen VE/EBIT 2020 compte tenu de l'impact de la crise sanitaire, notamment sur le pôle Montagne ; la prise en compte de ce multiple 2020 extérioriserait en effet une valorisation trop faible et non représentative de la valeur du Groupe.

⁸⁴ Nous avons recalendarié les multiples observés pour les sociétés Kathmandu et Goldwin sur le pôle Montagne et les sociétés Ethan Allen Interiors et La-Z-Boy sur le pôle Mobilier, dans la mesure où ces sociétés clôturent leurs comptes à des dates décalées par rapport à l'année civile.

⁸⁵ Équivalent à la norme IFRS 16 pour les sociétés américaines.

Au vu de la présentation hors incidence de la norme IFRS 16 du Plan d’Affaires de la Société (§ 3.5.1.2), nous avons opéré les retraitements suivants visant à harmoniser les multiples d’EBIT des Comparables Boursiers avec les agrégats correspondants dans le Plan d’Affaires de la Société :

- pour les sociétés soumises au référentiel IFRS, nous avons :
 - inclus les charges financières relatives à l’application de la norme IFRS 16 dans l’EBIT afin d’aboutir à un agrégat intégrant l’ensemble des charges de location ;
 - neutralisé les dettes de location dans l’endettement financier net ;
- pour les sociétés soumises à la norme ASC 842, nous avons retraité exclusivement les dettes de location dans l’endettement financier net.

3.5.2.2. Composition de l’échantillon de Comparables Boursiers

Il n’existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Lafuma réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d’activité, de taille, de taux de marge d’exploitation et de zone d’implantation.

Nous avons toutefois recherché des comparables boursiers présentant des points communs avec le Groupe en termes d’activité, de potentiel de croissance et de modèle économique.

Compte tenu de la typologie des activités exercées par le Groupe, nous avons constitué deux échantillons de sociétés cotées distincts pour valoriser, d’une part, le pôle Montagne et, d’autre part, le pôle Mobilier.

(i) Pôle Montagne

Notre panel pour le pôle Montagne est composé de sociétés cotées évoluant sur le marché de l’*outdoor*. Ces entreprises réalisent la conception, la production et la distribution de vêtements, de chaussures et d’équipements sur les différents segments de ce marché, et affichent un potentiel de croissance comparable à celui du pôle Montagne ; nous présentons, ci-après, leur capitalisation boursière moyenne 1 mois :

Société	Pays	Cap. Boursière 1m (M€)
		13-oct.-20
Columbia Sportswear	USA	5 087
Goldwin	Japon	3 110
Fenix Outdoor International	Suisse	1 274
Kathmandu	N-Z	497
Clarus	USA	372

Les multiples d'EBIT, pour les années 2021 et 2022, sont les suivants ; nous avons retenu pour le calcul de la valeur analogique de l'Action les multiples moyens, sensiblement supérieurs aux multiples médians :

Société	Pays	EV / EBIT	
		2021e	2022e
Columbia Sportswear	USA	16,5x	14,2x
Goldwin	Japon	21,4x	18,5x
Fenix Outdoor International	Suisse	13,0x	12,0x
Kathmandu	N-Z	11,9x	9,2x
Clarus	USA	29,0x	31,9x
Médiane		16,5x	14,2x
Moyenne		18,4x	17,2x

L'examen du profil des Comparables Boursiers retenus pour le pôle Montagne appelle les commentaires suivants :

- les Comparables Boursiers présentent un niveau de profitabilité supérieur au pôle Montagne ;
- Lafuma est de taille modeste par rapport aux Comparables Boursiers ; au sein de notre échantillon, les groupes de taille plus importante extériorisent des multiples d'EBIT comparativement plus élevés que les autres⁸⁶. Ce constat justifierait le recours à une décote de taille que nous n'avons pas appliquée afin de maximiser la valeur analogique de l'Action ;
- la société Clarus, dont l'activité et le niveau de profitabilité sont comparables à Lafuma, affiche des multiples d'EBIT nettement supérieurs à ceux des autres sociétés incluses dans le panel. Afin de maximiser la valeur analogique de l'Action, nous avons maintenu Clarus dans notre échantillon.

(ii) Pôle Mobilier

Notre panel pour le pôle Mobilier est composé de sociétés cotées spécialisées dans la conception, la fabrication et la distribution de mobilier d'intérieur et d'extérieur, et affichant un potentiel de croissance comparable à celui du pôle Mobilier ; nous présentons, ci-après, leur capitalisation boursière moyenne 1 mois :

Société	Pays	Cap. Boursière 1m (M€)
		13-oct.-20
La-Z-Boy	USA	1 266
Maisons du Monde	France	585
Ethan Allen Interiors	USA	309
Roche Bobois	France	162

⁸⁶ À l'exception de la société Clarus qui extériorise des multiples élevés au regard de son niveau de capitalisation boursière.

Les multiples d'EBIT, pour les années 2021 et 2022, sont les suivants ; nous avons retenu pour le calcul de la valeur analogique de l'Action les multiples moyens, en ligne avec les multiples médians :

Société	Pays	EV / EBIT	
		2021e	2022e
La-Z-Boy	USA	8,5x	7,3x
Maisons du Monde	France	8,5x	6,8x
Ethan Allen Interiors	USA	7,5x	n.d.
Roche Bobois	France	8,7x	7,7x
Médiane		8,5x	7,3x
Moyenne		8,3x	7,3x

L'examen du profil des Comparables Boursiers retenus pour le pôle Mobilier n'appelle pas de commentaire particulier en dehors de la différence de taille par rapport à Lafuma déjà observée pour le pôle Montagne ; les multiples d'EBIT s'inscrivent dans un intervalle relativement réduit.

3.5.2.3. Synthèse de la valeur par les Comparables Boursiers

Nous avons exclu toute décote qui pourrait trouver à s'appliquer au regard de la taille de certaines sociétés composant les deux échantillons de Comparables Boursiers.

La valeur analogique de l'Action s'inscrit ainsi dans une fourchette de valeurs de **14,7 €** à **16,0 €** après :

- application des multiples d'EBIT aux agrégats 2021 et 2022⁸⁷ du pôle Montagne et du pôle Mobilier ; et
- prise en compte de la trésorerie financière nette de **40,4 M€** (§ 3.1.5.3).

3.5.3. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

À titre informatif, nous présentons, ci-après, la valorisation de l'Action par référence aux transactions récentes intervenues dans le secteur d'activité du Groupe (les « **Transactions Comparables** »), présentées en **Annexe 10**.

Nous avons appliqué une méthodologie similaire à celle développée pour l'évaluation de l'Action par les Comparables Boursiers (§ 3.5.2) en constituant deux échantillons distincts afin de valoriser, d'une part, le pôle Montagne et, d'autre part, le pôle Mobilier. Pour les mêmes raisons, nous avons également retenu le multiple VE/EBIT déterminé à partir de l'EBIT des douze mois précédant les transactions que nous avons recensées.

⁸⁷ Avant retraitement de la norme IFRS 2016.

La référence aux agrégats du Groupe sur les douze derniers mois engloberait les résultats du premier semestre 2020 impactés par le confinement, notamment sur le pôle Montagne, et extérioriserait *de facto* une valeur faible, non représentative de la valeur du Groupe ; *a contrario*, la prise en compte du seul exercice 2019 aboutirait à une valeur du Groupe hors contexte de crise sanitaire sévissant actuellement ; en conséquence :

- nous avons retenu les agrégats prévisionnels 2021 et 2022 afin de maximiser les valeurs obtenues tout en tenant compte de l'incidence du contexte pandémique ;
- compte tenu des limites que cette approche comporte, nous ne présentons qu'à titre informatif les résultats de la valorisation analogique de l'Action par les Transactions Comparables.

Par ailleurs, la majorité des transactions que nous avons recensées visent une prise de contrôle des sociétés cibles, induisant une potentielle prime de contrôle dans le prix payé par le cessionnaire ; afin d'extérioriser le maximum de valeur de l'Action, nous n'avons pas retraité les multiples transactionnels des primes de contrôle susceptibles d'être appliquées en fonction du capital visé.

En appliquant les multiples transactionnels moyens aux agrégats prévisionnels 2021 et 2022⁸⁸ du pôle Montagne et du pôle Mobilier, et après prise en compte de la trésorerie financière nette de **40,4 M€** (§ 3.1.5.3), la valeur de l'Action se situe dans une fourchette de **15,7 € à 18,0 €**.

À titre informatif, en appliquant selon la même méthode les multiples transactionnels moyens aux agrégats historiques 2019, *i.e.* hors effets de la crise sanitaire, la valeur de l'Action serait portée à **19,4 €**.

3.5.4. Actif Net Comptable Corrigé

À titre de recoupement, nous avons procédé à l'estimation de l'actif net comptable corrigé (« ANCC ») du Groupe, consistant à déterminer séparément la juste valeur de ses différents actifs cessibles individuellement et de ses engagements.

Après examen du patrimoine du Groupe, nous relevons que les marques Lafuma *Outdoor*, Lafuma Mobilier et Millet constituent les principaux actifs séparables de l'activité, dont la juste valeur ne figure pas au bilan.

Afin d'évaluer ces marques, nous avons appliqué la méthode des redevances consistant à déterminer la valeur actuelle des flux de redevances qui pourraient être perçus par le propriétaire de ces actifs incorporels *via* la mise en place de contrats de concessions de licences à des conditions de marché.

Cette méthode requiert une estimation du taux de redevance qui pourrait être négocié dans le cadre d'une transaction libre et éclairée entre deux acteurs indépendants, compte tenu :

- des caractéristiques des marques du Groupe ;
- du profit attendu par l'exploitant de ces licences, qui conditionne le niveau des redevances que ce dernier serait prêt à reverser à leur propriétaire.

⁸⁸ Avant retraitement de la norme IFRS 2016.

Pour évaluer le portefeuille de marques, nous avons retenu :

- les taux de redevances issus des contrats de licences de marques actuellement en vigueur au sein du Groupe, soit :
 - pour le **pôle Montagne** :
 - le contrat entre Lafuma SA et Millet Mountain Group SAS relatif à l'exploitation de la marque Lafuma *Outdoor*, et
 - le contrat entre Millet SAS et Lafuma-Millet K.K. relatif à l'exploitation de la marque Millet pour le marché japonais ;
 - pour le **pôle Mobilier**, le contrat entre Lafuma SA et Lafuma Mobilier SAS relatif à l'exploitation de la marque Lafuma Mobilier ;
- le chiffre d'affaires prévisionnel issu du Plan d'Affaires de la Société :
 - du pôle Montagne pour les marques Millet et Lafuma *Outdoor*, et
 - du pôle Mobilier pour la marque Lafuma Mobilier ;
- les coûts à la charge du propriétaire des marques⁸⁹, conformément aux modalités de partage des coûts prévues dans les contrats de redevances actuellement en vigueur⁹⁰ ;
- un taux d'actualisation de **8,2%** pour les marques Lafuma *Outdoor* et Millet et de **9,2%** pour la marque Lafuma Mobilier, correspondant aux taux d'actualisation retenus en valorisation intrinsèque (§ 3.5.1.3) ;
- une croissance normative des flux de **1,5%** (§ 3.5.1.4) ;
- une fiscalisation des flux selon la législation actuellement en vigueur en France.

La valeur du portefeuille de marques ressort dans une fourchette de **15,7 M€** à **25,4 M€**, en fonction des variations croisées du taux d'actualisation et du taux de redevance attribuable aux marques, dans une amplitude de plus ou moins 0,25 pb par rapport aux paramètres que nous avons retenus :

Taux de redevance	Taux d'actualisation				
	+0,50 pb	+0,25 pb	0 pb	-0,25 pb	-0,50 pb
-0,50 pb	11,3	11,7	12,1	12,6	13,1
-0,25 pb	15,2	15,7	16,3	16,9	17,5
0 pb	19,0	19,7	20,4	21,2	22,0
+0,25 pb	22,9	23,7	24,5	25,4	26,4
+0,50 pb	26,7	27,7	28,7	29,7	30,9

⁸⁹ Frais de maintien et de développement notamment.

⁹⁰ Les coûts relatifs à 2020 nous ont été communiqués par la Direction. Nous avons considéré ces coûts comme étant fixes et les avons donc extrapolés en fonction d'un niveau d'inflation normative de **1,5%** (§ 3.5.1.4). Dans les faits, il pourrait être considéré qu'une partie de ces coûts est liée à l'activité et serait donc susceptible d'être variabilisée en fonction du chiffre d'affaires, ce qui conduirait à minimiser la marge associée au portefeuille de marques et donc la valorisation du portefeuille de marques. La méthode que nous avons appliquée conduit en définitive à une **valeur haute du portefeuille de marques**.

Afin d'aboutir à l'ANCC, nous avons :

- substitué la valeur réelle des marques à la valeur de la marque Millet figurant dans les comptes consolidés du Groupe pour 1,5 M€ au 30 juin 2020 ;
- déduit l'impôt théorique au taux de 25,8% qui résulterait de la cession des marques ;
- ajouté la valeur actuelle des déficits reportables (§ 3.1.4) ;

L'ANCC ressort ainsi, en valeur centrale, à **13,5 €** par Action :

M€	
ANC consolidé au 30 juin 2020	76,1
Valeur réelle des marques	20,4
Valeur nette comptable des marques	(1,5)
Impôt sur plus-value des marques	(4,9)
Réévaluation des marques nette d'impôt	14,0
Déficits reportables	5,7
ANCC (M€)	95,8
Nombre d'Actions	7 102 375
ANCC par Action	13,5 €

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de l'ANCC par Action en variabilisant le taux d'actualisation et le taux de redevance, à l'identique de l'analyse de sensibilité de la valeur du portefeuille de marques présentée *supra* :

Taux de redevance	Taux d'actualisation				
	+0,50 pb	+0,25 pb	0 pb	-0,25 pb	-0,50 pb
-0,50 pb	12,5 €	12,6 €	12,6 €	12,6 €	12,7 €
-0,25 pb	12,9 €	13,0 €	13,0 €	13,1 €	13,2 €
0 pb	13,3 €	13,4 €	13,5 €	13,5 €	13,6 €
+0,25 pb	13,7 €	13,8 €	13,9 €	14,0 €	14,1 €
+0,50 pb	14,1 €	14,2 €	14,3 €	14,4 €	14,5 €

L'ANCC par Action ressort dans une fourchette de valeurs de **13,0 € à 14,0 €**.

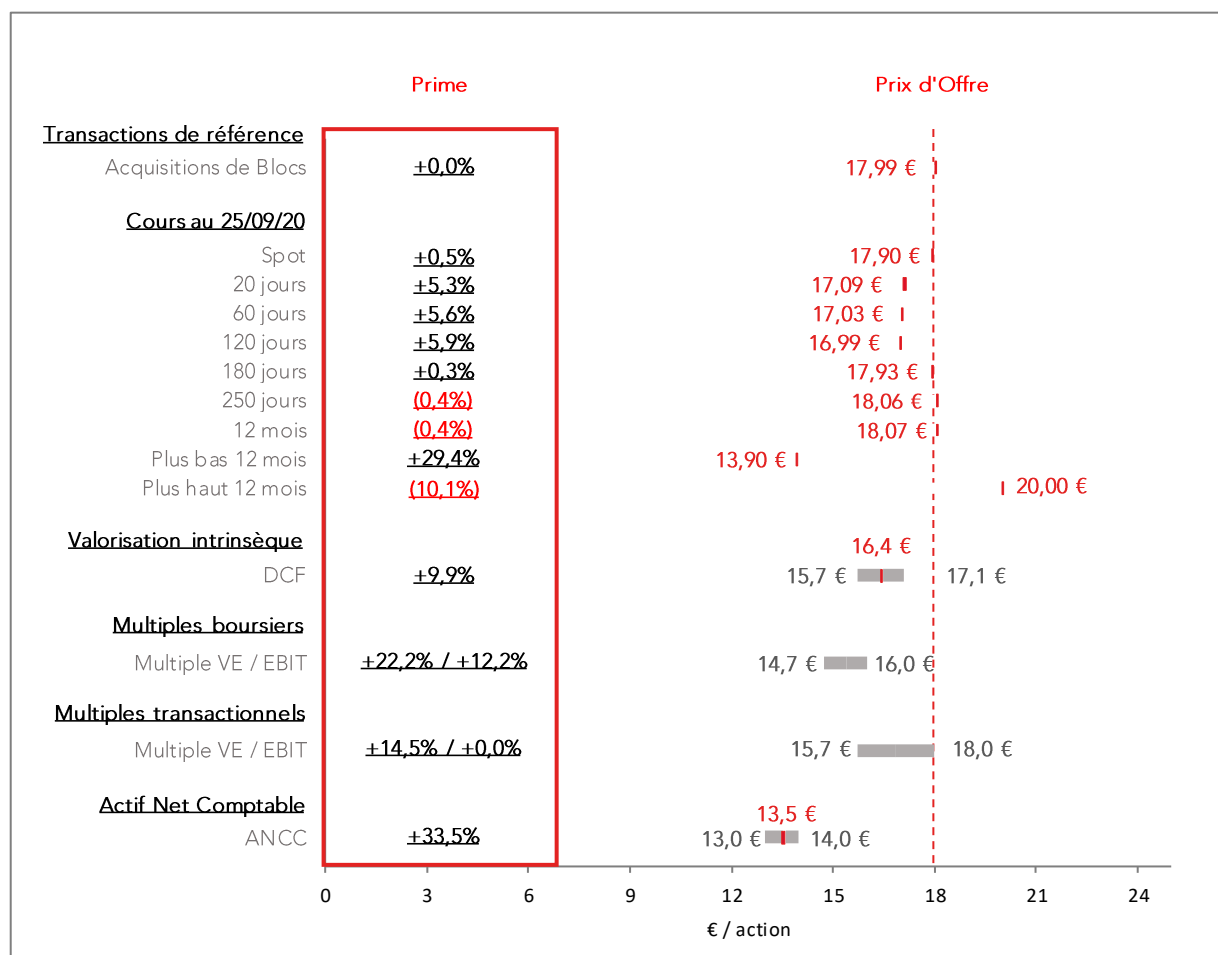
À titre d'information, nous avons exploité les éléments concernant la cession des droits de propriété intellectuelle de la marque Eider, dont il ressort que :

- le prix de transaction a été déterminé après négociation avec la société K2 et qu'aucune méthode de valorisation n'a été mise en œuvre pour évaluer les droits de propriété de la marque Eider ;
- la société K2 était déjà propriétaire des droits de la marque en Corée du Sud et que son niveau d'activité était beaucoup plus élevé que celui réalisé par Lafuma avec la marque.

Nous considérons par conséquent que la cession des droits de propriété intellectuelle de la marque Eider a été réalisée dans un contexte spécifique ne permettant pas d'extérioriser une référence de marché pertinente pour la valorisation des autres marques du Groupe.

3.6. Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par le Prix d'Offre

Les valeurs obtenues à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de 17,99 €, sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons retenus :



À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous notons que :

- le Prix d'Offre est identique à celui retenu dans le cadre des Acquisitions de Blocs réalisées par l'Initiateur avant la survenance de la crise sanitaire liée au Covid-19, qui a affecté l'activité et la rentabilité de Lafuma ;
- le Prix d'Offre extériorise une prime⁹¹ sur les valeurs centrales ressortant de l'ensemble de nos critères et méthodes d'évaluation, à l'exception du CMPV 12 mois qui ressort à 18,1 € dans la mesure où il ne reflète que partiellement les effets de la crise sanitaire, et qu'il représente dès lors une valeur haute⁹².

⁹¹ Pour mémoire, nous avons évalué à moins de 0,6 € par Action le gain économique correspondant à la suppression de la cotation des titres de la Société (§ 1.2.3), par une capitalisation à l'infini de cette économie annuelle selon les mêmes paramètres que ceux retenus pour l'évaluation de l'Action en DCF (§ 3.5.1.3 et § 3.5.1.4) ; nous considérons que cet *upside* est couvert par les primes susmentionnées.

⁹² Pour la même raison, le cours de bourse le plus haut constaté sur les douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre ressort à un niveau supérieur au Prix d'Offre.

4. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisés par Société Générale en sa qualité d'Établissement Présentateur.

Les méthodes d'évaluation que nous avons retenues sont comparables à celles de l'Établissement Présentateur. Il ressort de la comparaison des travaux de valorisation respectifs les principaux points suivants.

4.1. Trésorerie financière nette

Nous présentons, ci-après, les écarts constatés sur la trésorerie financière nette entre Ledouble en méthode DCF⁹³ et Société Générale :

M€	
Ledouble	39,7
Déficits reportables	(5,7)
Normalisation de la position de trésorerie	(4,4)
Provisions pour engagements de retraite	(1,6)
Autres	0,5
Société Générale	28,4

- l'Établissement Présentateur intègre la valeur des déficits reportables⁹⁴ de manière séparée et distincte de son calcul de trésorerie financière nette ;
- nous n'avons pas retenu d'ajustement sur la position de trésorerie au 30 juin 2020 dans la mesure où nous avons déterminé la variation du BFR sur la base de l'estimation qui nous a été communiquée par la Direction ;
- les provisions pour engagements de retraite étant intégrées dans les flux du Plan d'Affaires de la Société, nous n'en avons pas tenu compte dans l'endettement financier net.

4.2. Référence au cours de bourse

L'Établissement Présentateur présente les CMPV de clôture, tandis que nous retenons les CMPV intra-journaliers, à l'exception du cours spot au 25 septembre 2020, dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'Offre.

⁹³ À la différence de Ledouble, l'Établissement Présentateur n'a pas différencié les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres selon les méthodes d'évaluation appliquées.

⁹⁴ 4,5 M€ pour Société Générale versus 5,7 M€ pour Ledouble.

4.3. Valorisation intrinsèque

L'examen comparé de l'application de la méthode DCF fait apparaître les principales différences suivantes :

- l'Établissement Présentateur a réalisé ses travaux d'évaluation sur la base de projections en date d'août 2020 reflétant le point de vue de l'Initiateur sur les perspectives de croissance et de niveaux de marge du Groupe en situation *stand alone* ; notre valorisation repose sur les prévisions du Plan d'Affaires de la Société.

Nous observons notamment que :

- à l'issue de l'année 2022, le taux de marge d'EBITDA prévisionnel du Plan d'Affaires de la Société est inférieur à celui retenu par l'Établissement Présentateur, pour un chiffre d'affaires quasiment équivalent, dans la mesure où le plan d'affaires de l'Initiateur ne tient pas compte des dernières informations sur les effets de la crise sanitaire concernant notamment le pôle Montagne ;
- à l'issue de l'Horizon Explicite, l'EBITDA du Plan d'Affaires de la Société et celui retenu par l'Initiateur ressortent à des niveaux similaires ;
- en ce qui concerne le taux d'actualisation, l'Établissement Présentateur :
 - se réfère à un coût moyen pondéré du capital (WACC)⁹⁵, alors que nous retenons un coût du capital (CoC) ;
 - retient un taux d'actualisation unique (9,17%), intégrant une prime de risque spécifique (2,22%) liée à la taille du Groupe par rapport à son univers concurrentiel ; nous différencions le taux d'actualisation entre le pôle Montagne (8,2%) et le pôle Mobilier (9,2%), sans l'affecter d'une décote de taille ;
- l'Établissement Présentateur a aligné le taux de croissance perpétuelle sur ceux communiqués par les analystes en charge du suivi des sociétés comparables ; nous avons retenu un taux de croissance perpétuelle proche des perspectives d'inflation à moyen terme en France ;
- la durée de l'Horizon Explicite est de 3 années pour l'Établissement Présentateur *versus* 5 années pour Ledouble.

In fine, ces différences méthodologiques n'ont pas d'incidence majeure sur la valeur centrale de l'Action en DCF ; le prix induit par Action ressort à 15,3 € pour Société Générale, à rapprocher d'une valeur centrale de l'Action de 16,4 € pour Ledouble.

4.4. Valorisation analogique

L'Établissement Présentateur a retenu comme nous les multiples d'EBIT ; pour tenir compte des spécificités des activités du Groupe, il a également procédé à une somme des parties, en valorisant distinctement le pôle Montagne et le pôle Mobilier.

4.4.1. Comparables Boursiers

L'examen comparé de la valorisation analogique par les Comparables Boursiers se résume comme suit :

⁹⁵ En tablant sur une estimation de la structure financière cible dette / capitaux propres (20,15%).

- pour le pôle Montagne, l'Établissement Présentateur a constitué un large panel de comparables boursiers se recoupant partiellement avec notre échantillon :
 - nous avons écarté les sociétés VF Corp, Canada Goose, Deckers Outdoor et Anta Sports dont la taille, le positionnement et/ou les marchés nous paraissent éloignés de ceux du pôle Montagne ;
 - *a contrario*, la société Clarus n'est pas incluse dans le panel de l'Établissement Présentateur ;
- pour le pôle Mobilier, l'Établissement Présentateur a exclu la société Maisons du Monde ;
- l'Établissement Présentateur, comme nous, a retenu les multiples VE/EBIT au titre des années 2021 et 2022, et a exclu le multiple VE/EBIT de l'année 2020 ;
- les multiples boursiers des sociétés comparables présentent des écarts de faible amplitude⁹⁶ du fait de l'utilisation de bases de données différentes⁹⁷ ;
- à la différence de Ledouble, Société Générale a mis en œuvre une régression linéaire pour valoriser le pôle Montagne et ainsi tenir compte du différentiel de taille des comparables boursiers par rapport au Groupe ; nous n'avons pas retenu le critère de taille dans la composition de notre échantillon de Comparables Boursiers, ce qui tend à maximiser la valeur de l'Action.

In fine, les différences relevées concernant la composition des panels respectifs de comparables boursiers, les agrégats prévisionnels des sociétés qui les composent et les agrégats prévisionnels du Groupe auxquels les multiples moyens d'EBIT sont appliqués, n'ont pas d'incidence majeure sur la valorisation analogique de l'Action obtenue de part et d'autre, qui se situe dans une fourchette de 14,8 € à 15,4 € pour Société Générale, à rapprocher d'une fourchette de 14,7 € à 16,0 € pour Ledouble.

4.4.2. Transactions Comparables

L'examen comparé de la valorisation analogique par les transactions comparables appelle les commentaires suivants :

- les transactions analysées de part et d'autre se recoupent partiellement ; nous nous sommes néanmoins limités à la période 2016-2020, l'Établissement Présentateur ayant ajouté des transactions intervenues en 2015 ;
- à la différence de l'Établissement Présentateur qui applique les multiples d'EBIT aux agrégats historiques 2019, nous avons retenu les agrégats prévisionnels 2021 et 2022 du Plan d'Affaires de la Société afin de tenir compte de l'impact de la crise sanitaire sur l'activité et la rentabilité du Groupe, en excluant toutefois l'année 2020 qui ne peut être considérée comme normative.

⁹⁶ Nous observons toutefois que le consensus relatif à la société Ethan Allen Interiors a été révisé significativement à la hausse entre la période à laquelle l'Établissement Présentateur a recueilli les données de marché (septembre 2020) et celle que nous avons retenue (mi-octobre 2020).

⁹⁷ S&P Capital IQ pour Société Générale *versus* Bloomberg pour Ledouble.

4.5. Référence à l'ANCC

L'Établissement Présentateur a écarté la méthode de l'ANCC, que nous avons mise en œuvre à titre de recoupement.

4.6. Synthèse sur la valorisation de l'Action

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur est exposée ci-après :

Méthodologie	Ledouble		Société Générale	
	Action	Prime	Action	Prime
Transactions de référence				
Acquisitions de Blocs	17,99 €	-	17,99 €	-
Cours de bourse				
Spot	17,90 €	0,5%	17,90 €	0,5%
20 jours	17,09 €	5,3%	17,09 €	5,3%
60 jours	17,03 €	5,6%	17,01 €	5,8%
120 jours	16,99 €	5,9%	16,99 €	5,9%
180 jours	17,93 €	0,3%	17,93 €	0,3%
250 jours	18,06 €	(0,4%)	18,21 €	(1,2%)
12 mois	18,07 €	(0,4%)	18,22 €	(1,3%)
+ bas 12 mois	13,90 €	29,4%	13,90 €	29,4%
+ haut 12 mois	20,00 €	(10,1%)	20,00 €	(10,1%)
DCF				
DCF - Min	15,7 €	14,4%	14,2 €	27,0%
DCF - Med	16,4 €	9,9%	15,3 €	17,3%
DCF - Max	17,1 €	5,2%	16,9 €	6,5%
Multiples boursiers				
VE / EBIT Min	14,7 €	22,2%	14,8 €	21,9%
VE / EBIT Max	16,0 €	12,2%	15,4 €	16,6%
Multiples transactionnels				
VE / EBIT Min	15,7 €	14,5%	17,2 €	4,6%
VE / EBIT Max	18,0 €	0,0%		
Actif Net Comptable Corrigé				
ANCC - Min	13,0 €	38,6%		
ANCC - Med	13,5 €	33,5%		
ANCC - Max	14,0 €	28,5%		

5. Examen des observations formulées par des actionnaires

Par un communiqué de presse du 26 septembre 2020, Lafuma a fait part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant.

Nous avons relayé cette information sur notre site internet dès le 28 septembre 2020.

Nous n'avons pas reçu de courrier de la part d'actionnaires minoritaires et il ne nous en a pas été signalé par la Direction, par l'Initiateur ou par les services de l'AMF.

6. Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 17,99 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Lafuma apportant leurs titres à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

Paris, le 27 octobre 2020

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT

Présidente, Associée

Sébastien SANCHO

Associé

ANNEXES

➤ Lettre de mission	Annexe 1
➤ Programme de travail et rémunération de Ledouble	Annexe 2
➤ Principales étapes de la Mission	Annexe 3
➤ Interlocuteurs de Ledouble	Annexe 4
➤ Principales sources d'information exploitées	Annexe 5
➤ Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 6
➤ Expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 7
➤ Profil des Comparables Boursiers	Annexe 8
➤ Performance des Comparables Boursiers	Annexe 9
➤ Transactions Comparables	Annexe 10
➤ Principes de la revue qualité	Annexe 11

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION



Cabinet Ledouble

A l'attention de Madame Agnès Piniot
et Monsieur Sébastien Sancho
8, rue Halévy
75009 Paris

Paris le 16 septembre 2020

Madame, Monsieur,

Lafuma SA (ci-après « **Lafuma SA** » ou la « **Société** ») a été informée de l'intention de Calida Holding AG (l'« **Initiateur** »), qui détient 93,50% du capital et des droits de vote de la Société, de déposer un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire sur les actions de Lafuma SA non encore détenues par lui.

L'Initiateur détenant déjà le contrôle de la Société, ce qui crée un conflit d'intérêt au sein du conseil d'administration, et souhaitant mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire, le conseil d'administration de Lafuma SA a confié à Madame Caroline Barbéry-Mebrouk, seule administratrice indépendante, le choix de l'expert indépendant devant intervenir en application des articles 261-1 I et 261-1 II du règlement général de l'AMF. Ce choix n'ayant pas fait l'objet d'une opposition par l'Autorité des Marchés Financiers (l'« **AMF** ») en application de l'article 261-1-1 I de son règlement général, le conseil d'administration de la Société du 16 septembre 2020 a confirmé votre désignation en qualité d'expert indépendant, dans les termes de votre proposition de mission datée du 31 août 2020.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'offre publique de retrait, et du retrait obligatoire et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « **Mission** »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres Lafuma SA qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre. Il devra permettre au conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'offre afin de rendre un avis motivé.

Comme indiqué ci-dessus, Calida Holding AG détenant 93,50% du capital et des droits de vote de la Société, la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, ce qui, conformément au 1° de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, constitue une situation susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du conseil. Ainsi, Madame Caroline Barbéry-Mebrouk est la seule administratrice indépendante et Monsieur Reiner Pichler, Président-directeur général de la Société, est également Group CEO de Calida Holding AG.

Par ailleurs, l'Initiateur souhaitant solliciter un retrait obligatoire, vous interviendrez également sur le fondement de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF.



Calendrier envisagé de l'opération

Votre Mission s'inscrira dans le calendrier suivant¹ :

- 17 septembre 2020 : début de la Mission
- Vers le 24 septembre 2020 : dépôt par l'Initiateur du projet de note d'information auprès de l'AMF
- Vers le 16 octobre 2020 : remise de votre rapport
- Vers le 19 octobre 2020 : dépôt par la Société du projet de note en réponse auprès de l'AMF

Lors de nos échanges, il a été confirmé que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette Mission dans les délais impartis, et notamment dans le respect du délai prévu à l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF prévoyant qu'une fois désigné, vous devez disposer d'un délai minimum de vingt jours de négociation, à compter de la réception des principaux documents que vous estimez nécessaires, pour la remise de vos travaux.

Diligences à effectuer

Pour l'essentiel, vos diligences consisteront en la prise de connaissance du contexte de l'offre, des caractéristiques de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement du groupe Lafuma et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère du groupe Lafuma ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le prix d'offre sur les différents résultats de l'évaluation de l'action de la Société.

Ces diligences seront conduites en parallèle d'entretiens qui auraient lieu entre le management de la Société ainsi que les représentants de l'Initiateur de l'offre, les conseils juridiques et financiers de la Société et de l'Initiateur, et l'établissement présentateur de l'offre.

Comme vous nous l'avez indiqué, vos travaux se fonderont sur :

- l'analyse de la documentation juridique et financière de l'offre ;
- l'examen du projet de note d'information de l'Initiateur et du projet de note d'information en réponse de la Société, dans la perspective du dépôt du projet d'offre auprès de l'AMF et en vue de la déclaration de conformité de l'offre par l'AMF ;
- les informations publiques et réglementées accessibles sur le site internet du groupe et le cas échéant, la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière de la Société et de ses filiales, utile à ses travaux ;
- la revue des délibérations du conseil d'administration et des décisions prises en assemblée générale des actionnaires antérieurement à l'offre ;
- l'examen approfondi des données prévisionnelles élaborées par la direction et la mise en perspective de ces projections avec, d'une part, les données budgétaires et prévisionnelles antérieures et, d'autre part, les trajectoires financières sous-tendant les tests de dépréciation des actifs réalisés par la Société au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2019 ou, le cas échéant, au 30 juin 2020 ;
- la revue des conditions de financement de l'offre et s'il y a lieu de la documentation y afférente ;
- la consultation et l'exploitation de votre documentation sectorielle ainsi que les extractions de vos bases de données financières relatives aux différentes activités exercées par le groupe et ses principaux compétiteurs ;
- l'analyse de l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'action ainsi que des événements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution jusqu'à l'annonce de l'offre ;
- l'étude des conditions du renforcement de Calida Holding AG au capital de la Société depuis 2014 ;
- la revue des travaux et du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur, que vous comparerez avec votre évaluation multicritère de l'action ;
- l'examen des observations qui pourront être formulées par des actionnaires sur les termes de l'offre.

¹ Les dates mentionnées constituent des dates indicatives à discuter entre les différentes parties susceptibles d'être modifiées.



Conflits d'intérêts pouvant altérer l'exercice de la Mission

Nous comprenons qu'il n'a pas été identifié de situation de conflit d'intérêts pouvant altérer l'exercice de votre Mission au sens de l'article 261-4 du RGAMF et de l'instruction AMF n°2006-08. En particulier :

- nous comprenons que vous n'entretenez pas de liens juridiques ou de liens en capital avec les sociétés concernées par l'offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance ;
- vous n'avez pas procédé à une évaluation de la Société ou de Calida Holding AG au cours des derniers dix-huit mois ;
- nous comprenons que vous n'avez pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce au cours des derniers dix-huit mois ;
- nous comprenons que vous ne détenez pas d'intérêt financier dans la réussite de l'offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter votre indépendance.

Vous nous avez ainsi confirmé être indépendants des parties prenantes au projet d'offre publique de retrait susmentionné, y compris à l'égard de Société Générale, établissement présentateur de l'offre.

Madame Caroline Barbery Mabrouk, administratrice indépendante en charge de mettre en œuvre les diligences nécessaires à votre Mission, Madame Carine Rosière, secrétaire générale de la Société et le cabinet d'avocats Villey Girard Grolleaud A.A.R.P.I se tiennent à votre disposition pour toute demande d'information.

Nous vous prions d'agréer, Madame, Monsieur, l'expression de nos salutations distinguées.

Lafuma SA
Représentée par Monsieur Reiner Pichler

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

➤ Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse
- Analyse des communiqués de presse
- Recherches documentaires
- Analyse de l'Offre et de son cadre juridique
- Étude de marché et du positionnement du Groupe
- Étude de l'évolution historique du cours de l'Action
- Requêtes documentaires

➤ Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants de la Société au cours des derniers exercices clos et du premier semestre 2020
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
- Recherche de Transactions Comparables
- Étude de la structure d'endettement du Groupe
- Analyse détaillée du plan d'affaires approuvé par le Conseil d'Administration du 22 juillet 2019 et du Plan d'Affaires de la Société approuvé par le Conseil d'Administration du 30 septembre 2020
- Valorisation des marques du Groupe et détermination de l'Actif Net Comptable Corrigé
- Évaluation Multicritère

➤ Restitution des travaux et administration

- Rédaction de la proposition de Mission
- Réunions et entretiens téléphoniques avec la Direction et l'administratrice indépendante
- Proposition de lettre d'affirmation à la Direction et à l'Initiateur
- Rédaction du rapport d'expertise indépendante
- Administration et supervision de la Mission

➤ Rémunération

Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 80.000 € hors taxes, en fonction du temps consacré à la Mission, qui correspond à une enveloppe d'environ 400 heures.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE LA MISSION

- 14 septembre au 20 septembre 2020
 - Désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration
 - Réunions avec la Direction, le Conseil juridique de la Société et l'administratrice indépendante
 - Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société et à l'Initiateur
 - Examen du corpus juridique de l'Offre
 - Requêtes documentaires
 - Réception de la lettre de mission de la Société
- 21 septembre au 4 octobre 2020
 - Exploitation des informations comptables et financières de la Société
 - Recherche d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
 - Examen détaillé du plan d'affaires approuvé par le Conseil d'Administration du 22 juillet 2019 et du Plan d'Affaires de la Société approuvé par le Conseil d'Administration du 30 septembre 2020
 - Modélisation DCF
 - Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
 - Recherche de références transactionnelles
 - Analyse détaillée de l'évolution du cours de bourse de l'Action
 - Prise de connaissance du projet de note d'information de l'Initiateur
 - Requêtes documentaires complémentaires
 - Réunions avec le Conseil juridique de la Société et le Conseil juridique de l'Initiateur
 - Revue du rapport de l'Établissement Présentateur
- 5 octobre au 11 octobre 2020
 - Mise à jour des requêtes documentaires
 - Finalisation de l'étude sectorielle à partir de nos bases de données et des sources documentaires
 - Finalisation de la modélisation du Plan d'Affaires de la Société
 - Évaluation Multicritère
 - Élaboration du projet de Rapport
 - Requêtes documentaires complémentaires

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE LA MISSION (suite)

- 12 octobre au 18 octobre 2020
 - Rédaction du projet de Rapport
 - Actualisation des paramètres d'évaluation
 - Finalisation des travaux d'Évaluation Multicritère
 - Contacts avec la Direction, le Conseil juridique de la Société et l'administratrice indépendante
- 19 octobre au 25 octobre 2020
 - Contacts avec la Direction, le Conseil juridique de la Société et l'administratrice indépendante
 - Entretien avec l'Initiateur
 - Levée des derniers suspens
 - Prise de connaissance du projet de note en réponse de la Société
 - Finalisation du projet de Rapport
 - Revue qualité
 - Présentation du Rapport à l'administratrice indépendante
 - Présentation du Rapport au Conseil d'Administration

ANNEXE 4 : INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

➤ Société

Lafuma

- | | |
|--------------------|-----------------------------|
| ▪ Carine ROSIERE | Corporate General Secretary |
| ▪ Arnaud DU MESNIL | General Manager |
| ▪ Frédéric DUCRUET | General Manager |

➤ Administratrice indépendante

- Caroline BARBERY

➤ Conseil juridique de la Société

Villey Girard Grolleaud A.A.R.P.I

- | | |
|---------------------|------------------|
| ▪ Pascale GIRARD | Avocat, Associée |
| ▪ Adélaïde L'HENAFF | Avocat à la cour |

➤ Initiateur

- | | |
|-------------------|-------------------------|
| ▪ Sacha D. GERBER | Directeur Financier |
| ▪ Reiner PICHLER | Chief Executive Officer |

➤ Etablissement Présentateur

Société Générale

- | | |
|---------------------|----------------|
| ▪ Pascal BRIDIER | M&A Director |
| ▪ Godefroy LEHIDEUX | Vice-President |
| ▪ Tiphaine MEAR | Associate |

➤ Conseil juridique de l'Initiateur

Bredin Prat

- | | |
|----------------------|------------------|
| ▪ Patrick DZIEWOLSKI | Avocat, Associé |
| ▪ Lora JOUAULT | Avocat à la cour |

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

➤ Documentation relative à l'Offre

Informations juridiques

- Projet de calendrier détaillé de l'Offre
- Procès-verbal du Conseil d'Administration du 16 septembre 2020 désignant l'Expert Indépendant
- Procès-verbal du Conseil d'Administration du 30 septembre 2020 approuvant le Plan d'Affaires de la Société

Informations financières

- Projet de note d'information de l'Initiateur
- Rapport d'évaluation de l'Établissement Présentateur
- Projet de note d'information en réponse de la Société

➤ Documentation relative à Lafuma

Documentation juridique

- Extrait Kbis (25 juin 2020)
- Statuts (14 mai 2020)
- Organigramme du Groupe (30 juin 2020)
- Répartition du capital et des droits de vote (30 juin 2020)
- Procès-verbaux des réunions du Conseil d'Administration (2018 à 2020⁹⁸)
- Procès-verbaux des assemblées générales (2019 à 2020)
- Etat des principaux litiges et provisions (30 juin 2020)
- Documentation relative à la cession d'Oxbow SAS et des droits de propriété intellectuelle d'Eider
- Détail des retraitements IFRS 16 (30 juin 2020)
- Documentation relative aux conventions réglementées entre Calida et Lafuma
- Contrat entre Lafuma SA et Millet Mountain Group SAS relatif à l'exploitation de la marque Lafuma *Outdoor* (1^{er} janvier 2016)
- Contrat entre Millet SAS et Lafuma-Millet K.K. relatif à l'exploitation de la marque Millet pour le marché japonais (1^{er} octobre 2010)
- Avenant au contrat entre Millet SAS et Lafuma-Millet K.K. (1^{er} janvier 2015)
- Contrat entre Lafuma SA et Lafuma Mobilier SAS relatif à l'exploitation de la marque Lafuma Mobilier (1^{er} janvier 2014)

⁹⁸ Dernier procès-verbal daté du 30 juin 2020.

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Informations comptables et financières

- Comptes sociaux et consolidés au 30 juin 2020 et documentation associée
- Document d'enregistrement universel (2019) et documents de référence (2013 à 2018)
- Informations financières semestrielles (2018 à 2020)
- Présentation des comptes au Conseil d'Administration (2019 à 2020)
- Budget 2020 et suivi budgétaire (juin 2020 et août 2020)
- Plan d'affaires de l'Initiateur (2020-2022)
- Plan d'affaires approuvé par le Conseil d'Administration du 22 juillet 2019
- Plan d'Affaires de la Société approuvé par le Conseil d'Administration du 30 septembre 2020
- Plan de croissance de Lafuma pour le pôle Mobilier et pour le pôle Montagne (2020-2025)
- Situation de trésorerie au 31 août 2020 et prévisionnel de trésorerie (août 2020 à août 2021)
- Suivi de l'état du besoin en fonds de roulement (2018 à août 2020)
- *Tax planning* prévisionnel (2020 à 2022)

➤ Documentation sectorielle

- Euromonitor International, *Sportswear in Western Europe*, mars 2020
- Euromonitor International, *Sportswear in France*, mars 2020
- Statista, *Outdoor furniture market value worldwide from 2015 to 2025*, 2019
- Statista, *Worldwide Sports & Outdoor, Forecast adjusted for expected impact of Covid-19*, août 2020
- Xerfi France, *L'industrie du meuble face à la crise*, août 2020
- Xerfi France, *La distribution des articles de sport*, février 2020
- Xerfi France, *Le marché du jardin*, février 2020
- Xerfi Global, *The global sporting goods industry*, mai 2019

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

➤ Sites d'informations

Parties prenantes à l'Opération

- Lafuma SA, <http://www.groupe-lafuma.com/>
- Calida Group, <https://www.calidagroup.com/>

Comparables Boursiers

- Clarus Corporation, <https://www.claruscorp.com/>
- Columbia Sportswear Company, <https://investor.columbia.com/>
- Ethan Allen, <https://ir.ethanallen.com/>
- Fenix Outdoor International, <https://www.fenixoutdoor.se/>
- Goldwin, <https://corp.goldwin.co.jp/eng/>
- Kathmandu Holdings, <https://www.kathmanduholdings.com/>
- La-Z-Boy, <https://lazboy.gcs-web.com/>
- Maisons du monde, <https://corporate.maisonsdumonde.com/fr>
- Roche Bobois, <https://www.finance-roche-bobois.com/fr/>

Autres sites

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>
- Euronext, <https://live.euronext.com/>

Bases de données

- Bloomberg
- Mergermarket
- S&P Capital IQ
- Xerfi

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyse financière indépendante effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2014 à 2020) figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr/>

Les membres de l'équipe Ledouble conduisent régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation.

➤ **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert auprès de la Cour d'Appel de Paris
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Présidente de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l'association des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)

➤ **Sébastien SANCHO, Associé**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière », Université Paris IX – Dauphine, MSTCF Paris IX – Dauphine
- Certifié « Islamic Qualification »
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la commission Évaluation de l'association des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)

➤ **Jonathan NILLY, Directeur**

- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
- École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
- Membre de la SFEV

➤ **Maximilien TRISTANT, Responsable de mission**

- European Business School – Master en Finance
- Membre de la SFEV

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

- **Vincent CORRALES VALLEJO, Responsable de mission**
 - IÉSEG School of Management, Master en finance d'entreprise
- **Valentin BRU, Analyste**
 - Kedge Business School – Master Spécialisé (MSc) Corporate Finance
- **Lucas LEBRET, Analyste stagiaire**
 - Audencia Business School

--

- **Olivier CRETTE, Associé**

Olivier CRETTE n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 3-12 de l'instruction AMF n°2006-08, et selon les principes exposés en **Annexe 11**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre du Comité des normes professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de la Commission Evaluation de l'association des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Professeur associé au conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

ANNEXE 7 : EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE⁹⁹

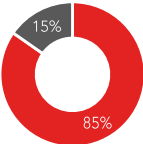
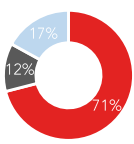
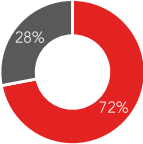
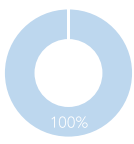
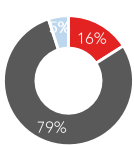
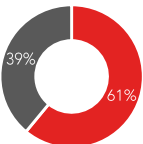
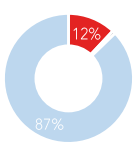
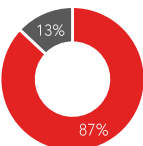
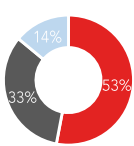
Année	Société	Établissement(s) présentateur(s)
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley, Natixis, Société Générale
2019	Terreïs (2)	Goldman Sachs Paris Inc. et Cie, Natixis
2019	Terreïs	Goldman Sachs Paris Inc. et Cie, Natixis
2019	MBWS	*
2019	Selectirente	Rothschild Martin Maurel
2019	Locindus	Natixis
2018	Baccarat	Société Générale
2018	Aufeminin (2)	Rothschild
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	*
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild

* : Restructuration financière / Augmentation de capital réservée

⁹⁹ Depuis 2014.

ANNEXE 8 : PROFIL DES COMPARABLES BOURSIERS¹⁰⁰

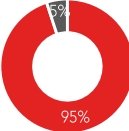
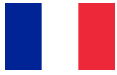
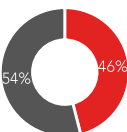
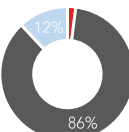
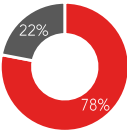
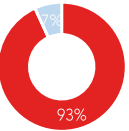
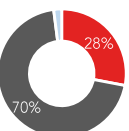
➤ Pôle Montagne

Société	Pays	Description	Capi. Bours. 1M (M€)	CA 2019 (M€)	Répartition du chiffre d'affaires par activité	Répartition géographique du chiffre d'affaires
COLUMBIA SPORTSWEAR COMPANY		Fondée en 1938 dans l'Oregon, Columbia est devenue un leader mondial dans la conception, la fabrication et la distribution de vêtements, de chaussures et d'équipements <i>Outdoor</i> et <i>Lifestyle</i> .	5 087	2 710	 - Outdoor - Autres	 - Amérique du Nord - Europe - Asie - Afrique - Océanie
GOLDWIN		Goldwin fabrique et distribue des vêtements, chaussures et équipements au Japon. L'entreprise opère sur les segments de l' <i>Outdoor</i> , du <i>Sportswear</i> et du sport.	3 110	720	 - Outdoor - Autres	 - Amérique du Nord - Europe - Asie - Afrique - Océanie
FENIX OUTDOOR INTERNATIONAL		Fondée en 1960 en Suède, Fenix développe et commercialise des produits d'habillement et d'équipement <i>Outdoor</i> .	1 274	607	 - Outdoor - Autres	 - Amérique du Nord - Europe - Asie - Afrique - Océanie
KATHMANDU HOLDINGS		Fondée en 1987, Kathmandu est une société néo-zélandaise fabricant et distribuant des produits sur les marchés <i>Outdoor</i> et Surf. Kathmandu Holdings a acquis en 2018 Oboz, fabricant de chaussures <i>Outdoor</i> , et en 2019 Rip Curl marque internationale de produits de Surf.	497	307	 - Outdoor - Autres	 - Amérique du Nord - Europe - Asie - Afrique - Océanie
CLARUS CORPORATION		Fondée en 1991, Clarus est une société dont l'activité principale consiste à concevoir, fabriquer et distribuer des produits <i>Outdoor</i> et de <i>Lifestyle</i> axés sur les marchés de l'escalade, du ski, de la montagne, du sport et du soin de la peau.	372	195	 - Outdoor - Autres	 - Amérique du Nord - Europe - Asie - Afrique - Océanie

¹⁰⁰ Source : S&P Capital IQ, Bloomberg et documents de référence.

ANNEXE 8 : PROFIL DES COMPARABLES BOURSIERS¹⁰¹ (suite)

➤ Pôle Mobilier

Société	Pays	Description	Capi. Bours. 1M (M€)	CA 2019 (M€)	Répartition du chiffre d'affaires par activité	Répartition géographique du chiffre d'affaires
LA-Z-BOY		Fondé en 1941, La-Z-Boy est le deuxième fabricant et distributeur de produits d'ameublement aux Etats-Unis.	1 266	1 596	 - Mobilier - Décoration	 - Amérique du Nord - Europe - Asie - Afrique - Océanie
MAISONS DU MONDE		Fondée en 1996, Maisons du monde propose une gamme d'articles de décoration et d'ameublement.	585	1 264	 - Mobilier - Décoration	 - Amérique du Nord - Europe - Asie - Afrique - Océanie
ETHAN ALLEN		Fondée en 1932, Ethan Allen est une société fabriquant et distribuant des produits sur le marché de l'ameublement aux Etats-Unis.	309	664	 - Mobilier - Décoration	 - Amérique du Nord - Europe - Asie - Afrique - Océanie
ROCHE BOBOIS		Fondée en 1960, la société a développé deux marques : Roche Bobois, acteur majeur du mobilier haut de gamme sur le marché international ; et Cuir Center, fabricant et distributeur de canapés sur le marché français.	162	275	 - Mobilier - Décoration	 - Amérique du Nord - Europe - Asie - Afrique - Océanie

¹⁰¹ Source : S&P Capital IQ, Bloomberg et documents de référence.

ANNEXE 9 : PERFORMANCE DES COMPARABLES BOURSIERS¹⁰²

➤ Pôle Montagne

Société	Pays	Croissance chiffre d'affaires			% EBITDA			% EBIT		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
Columbia Sportswear	USA	(16,2%)	15,6%	6,4%	11,0%	15,6%	16,2%	6,4%	11,3%	12,3%
Goldwin	Japon	(2,0%)	8,5%	13,2%	18,8%	20,3%	20,4%	16,3%	17,9%	18,3%
Fenix Outdoor International	Suisse	(10,2%)	13,5%	4,2%	12,7%	18,3%	18,9%	9,2%	15,1%	15,7%
Kathmandu	N-Z	32,9%	15,6%	8,5%	13,1%	13,1%	14,6%	6,8%	9,7%	11,5%
Clarus	USA	(12,8%)	15,3%	(0,7%)	8,7%	10,7%	9,8%	3,6%	6,7%	6,1%
Médiane		(10,2%)	15,3%	6,4%	12,7%	15,6%	16,2%	6,8%	11,3%	12,3%
Moyenne		(1,7%)	13,7%	6,3%	12,8%	15,6%	16,0%	8,5%	12,1%	12,8%

Sources : Bloomberg, Capital IQ

➤ Pôle Mobilier

Société	Pays	Croissance chiffre d'affaires			% EBITDA			% EBIT		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
La-Z-Boy	USA	(2,0%)	5,5%	5,8%	11,2%	11,0%	n.d.	6,8%	7,8%	8,6%
Maisons du Monde	France	(7,8%)	8,4%	8,8%	9,7%	10,4%	11,6%	5,5%	6,7%	7,7%
Ethan Allen Interiors	USA	(7,5%)	7,8%	3,7%	9,6%	9,2%	9,7%	4,6%	6,8%	n.d.
Roche Bobois	France	(7,2%)	16,7%	3,9%	7,9%	9,2%	9,6%	4,4%	5,9%	6,4%
Médiane		(7,3%)	8,1%	4,8%	9,6%	9,8%	9,7%	5,1%	6,8%	7,7%
Moyenne		(6,1%)	9,6%	5,5%	9,6%	9,9%	10,3%	5,3%	6,8%	7,6%

Sources : Bloomberg, Capital IQ

¹⁰² Au 13 octobre 2020.

ANNEXE 10 : TRANSACTIONS COMPARABLES

➤ Pôle Montagne

Date	Cible	Pays (cible)	Acquéreur	% acquis	VE/EBIT
1-avr.-20	Speedo North America	Etats-Unis	Pentland Group PLC	100%	9,5x
1-oct.-19	Rip Curl	Australie	Kathmandu	100%	9,7x
11-mars-19	Manifattura Valcismon	Italie	Equinox Investments	40%	18,2x
1-janv.-19	Jack Wolfskin	Allemagne	Callaway Golf Company	100%	16,4x
3-juil.-18	Helly Hansen	Norvège	Canadian Tire Corporation	100%	n.d.
1-juin-18	Peak Performance	Suède	Amer Sports	100%	15,4x
1-avr.-18	Billabong International	Australie	Boardriders	81%	12,9x
1-avr.-18	Oboz	Etats-Unis	Kathmandu	100%	12,9x
1-avr.-18	Icebreaker	Nouvelle-Zélande	VF Corporation	100%	n.d.
31-mars-18	MacPac	Nouvelle-Zélande	Super Retail Group	100%	9,0x
1-nov.-17	Tecnica Group	Italie	Italmobiliare	40%	n.d.
12-août-17	Yeah! (McTrek)	Allemagne	AS Adventure NV	95%	n.d.
31-mars-17	Active Brands	Norvège	FSN Capital Partners	80%	10,9x
1-juin-17	Newell Brands Winter Sports Business	Etats-Unis	Kohlberg & Company LLC	100%	n.d.
30-sept.-16	Oase Outdoor	Danemark	Ratos AB	80%	12,6x
Médiane					12,7x
Moyenne					12,7x

Sources : Capital IQ, Mergermarket, notes d'analystes, informations publiques

➤ Pôle Mobilier

Date	Cible	Pays (cible)	Acquéreur	% acquis	VE/EBIT
29-août-18	Ekonorm ASA	Norvège	Qumei Investment AS ; Huatai	100%	18,9x
23-mars-18	Menu A/S	Danemark	Polaris Private Equity	70%	9,2x
18-oct.-17	Paged SA	Pologne	Mesplà BIS SA	100%	15,0x
30-juin-17	Indoor Group Ltd	Finlande	Etera Mutual Pension Insurance	100%	6,8x
13-juil.-16	BoConcept Holding A/S	Danemark	Layout Bidco A/S	92%	11,7x
Médiane					11,7x
Moyenne					12,3x

Sources : Capital IQ, Mergermarket, notes d'analystes, informations publiques

ANNEXE 11 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

L'article 3-12 de l'instruction AMF n°2006-08 prévoit que le rapport d'expertise comporte « *une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie* ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission ;
- est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport et des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu à partir du mois d'octobre 2020 pour :
 - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société en **Annexe 1** ;
 - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
 - s'assurer, dans le contexte de la Mission, de la prise en compte des dispositions du règlement général de l'AMF, de l'instruction AMF n°2006-07, de l'instruction AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 ;
 - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
 - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres d'Évaluation Multicritère, ainsi que la synthèse de leurs échanges avec la Direction ;
 - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'Évaluation Multicritère ;
 - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires du Rapport ;
 - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et en conclusion l'Attestation d'Équité.