



ATTESTATION D'EQUITE  
CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE  
D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES  
ACTIONS DU GROUPE HIOLLE  
INDUSTRIES

**Paris, le 3 juin 2022**

*Consultation réalisée à la demande  
du Conseil de surveillance de Hiolle Industries*

## Sommaire

<b>LIMINAIRE .....</b>	<b>4</b>
<b>I. PRESENTATION DE L'OFFRE .....</b>	<b>5</b>
1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre .....	5
2. Présentation du Groupe cible de l'Offre .....	5
3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'Offre .....	6
3.1 L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre .....	6
3.2 Modalités de l'Offre .....	6
3.3 Motifs de l'Offre.....	7
4. Fondement de la désignation de l'expert indépendant .....	7
5. Définition du caractère équitable de l'Offre .....	8
<b>II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION .....</b>	<b>9</b>
1. Présentation de Sorgem Evaluation .....	9
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission .....	10
3. Déclaration d'indépendance.....	11
4. Réserves .....	11
<b>III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHÉ.....</b>	<b>12</b>
1. Historique .....	12
2. Activités .....	13
2.1 Pôle Ferroviaire et Aéronautique .....	13
2.2 Pôle Services et Environnement.....	14
3. Principaux marchés sur lesquels le Groupe intervient.....	15
3.1 Le marché ferroviaire en France.....	16
3.2 Le marché aéronautique en France.....	18
4. Principales caractéristiques financières du Groupe.....	21
4.1 Compte de résultat .....	21
4.2 Bilan économique .....	24
5. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces .....	26
<b>IV. EVALUATION DES ACTIONS DU GROUPE .....</b>	<b>27</b>
1. Méthodes et références écartées .....	27
1.1 Méthode des transactions comparables .....	27
1.2 Méthode de l'actualisation des dividendes .....	28
1.3 Méthode de l'actif net réévalué .....	28
1.4 Référence à l'actif net comptable.....	29
1.5 Référence aux objectifs de cours des analystes.....	29
2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF).....	30
2.1 Principe.....	30
2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action .....	31
2.2.1. Nombre d'actions pris en compte .....	31
2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres.....	31

2.3	Présentation des prévisions retenues.....	32
2.3.1.	Sources d'informations utilisées .....	32
2.3.2.	Synthèses des hypothèses structurantes.....	32
2.4	Estimation du taux d'actualisation.....	35
2.4.1.	Principe de détermination du taux.....	35
2.4.2.	Taux sans risque .....	36
2.4.3.	Bêta.....	36
2.4.4.	Prime de risque marché.....	37
2.4.5.	Prime de taille.....	37
2.4.6.	Taux d'actualisation retenu.....	38
2.5	Conclusion sur la valeur .....	39
3.	Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif) .....	40
3.1	Principe et application au cas d'espèce.....	40
3.2	Présentation des sociétés identifiées et retenues pour l'analyse indicative.....	41
3.3	Présentation des multiples retenus.....	42
3.4	Conclusion sur la valeur .....	44
4.	Référence de valeur : Cours de bourse (à titre indicatif) .....	45
4.1	Référence au cours de bourse jusqu'au 3 mai 2022, avant l'annonce de l'Offre .....	45
4.2	Evolution du cours de bourse depuis le 3 mai 2022 .....	48
<b>V.</b>	<b>ACCORD CONNEXE A L'OFFRE .....</b>	<b>50</b>
<b>VI.</b>	<b>SYNERGIES LIEES A L'OFFRE ET CONSEQUENCES DE L'OPERATION ....</b>	<b>50</b>
<b>VII.</b>	<b>ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR .....</b>	<b>51</b>
1.	Méthodes et références retenues .....	51
2.	Méthode DCF.....	51
3.	Analyse du cours de bourse.....	52
<b>VIII.</b>	<b>REPONSE AUX EVENTUELS COURRIERS REÇUS D'ACTIONNAIRES.....</b>	<b>53</b>
<b>IX.</b>	<b>CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE.....</b>	<b>54</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>.....</b>	<b>56</b>
1.	Programme de travail.....	56
2.	Liste des personnes rencontrées ou contactées .....	57
3.	Informations et documents utilisés.....	58
4.	Calendrier de la mission.....	58
5.	Rémunération.....	58
6.	Lettre de mission.....	59

## Liminaire

La société par actions simplifiée Hiolle Développement (ci-après l'« Initiateur »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF ») à proposer aux actionnaires de la société anonyme Hiolle Industries (ci-après « Groupe Hiolle », « Hiolle Industries » ou « le Groupe »), d'acquérir, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« OPAS »), suivie, si les conditions requises sont remplies, d'une procédure de retrait obligatoire, (ci-après le « Retrait Obligatoire » et avec l'OPAS, l'« Offre »), la totalité des actions du Groupe en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à un prix par action (le « Prix d'Offre ») de **4,70 euros**.

L'Initiateur agit avec d'autres membres du Groupe familial Hiolle : Jean-Michel Hiolle, Hiolle Logistique, Marie-Claude Bouchez Hiolle, Véronique Hiolle, Green Industrie, Olivier Hiolle, Martine Cuvellier, Infinity Matériel, Jonathan Delahaye, l'indivision Jean-Michel Hiolle et Marie-Claude Bouchez Hiolle, Julien Gapski, Morgane Hiolle, Louka Hiolle et Melody Hiolle (ci-après le « Groupe familial Hiolle »).

Au 4 mai 2022, date de dépôt du projet d'Offre, le Groupe familial Hiolle détient 7 537 666 actions représentant 13 673 985 droits de vote, soit 80,01% du capital social et 86,93% des droits de vote de Hiolle Industries.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire qui pourrait être mis en œuvre, les actions de Hiolle Industries non détenues par l'Initiateur lui seraient transférées moyennant une indemnisation, nette de frais, égale aux Prix d'Offre, soit 4,70 euros par action.

Dans ce contexte, le comité ad hoc (ci-après « le Comité Ad Hoc »)<sup>1</sup> de la société, mis en place par le Conseil de surveillance le 7 avril 2022, a désigné le 4 mai 2022 Sorgem Evaluation, représentée par Thomas Hachette, en qualité d'expert indépendant.

L'expert indépendant a pour mission, en application des articles 261-1, I, 1° et 261-1, II du règlement général de l'AMF, d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique d'achat simplifiée, suivi le cas échéant d'un retrait obligatoire, déposée par l'Initiateur.

---

<sup>1</sup> Le Comité Ad Hoc est constitué de l'ensemble des administrateurs indépendants, i.e. M. Jean-Marie DUVIVIER, Président du Comité Ad Hoc, M. Jean CHEVAL, M. Jérôme FLIPO, M. Jean-Yves NOIR, M. Christian OLIVIER et la société FINORPA SCR représentée par M. Jean-Yves BACON.

## I. PRESENTATION DE L'OFFRE

### 1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre

La société Hiolle Développement, l'Initiateur, est une société par actions simplifiées contrôlée par les membres de la famille Hiolle. Hiolle Développement détient 64,96% du capital de Hiolle Industries.

### 2. Présentation du Groupe cible de l'Offre

Créée en 1976, Hiolle Industries est une société anonyme de droit français au capital de 10 000 000 euros, dont le siège social est situé 9 avenue Marc Lefranc, ZAC de Valenciennes-Rouvignies 59121 Prouvy.

Le Groupe s'est introduit en bourse en 2000 et ses actions sont aujourd'hui cotées sur le marché Growth d'Euronext Paris.

Hiolle Industries est un groupe industriel diversifié organisé autour de deux secteurs d'activités :

- Ferroviaire et Aéronautique : prestation de maintenance, de service après-vente et de câblage pour de grands donneurs d'ordres des secteurs ferroviaire et aéronautique ;
- Services et Environnement : prestations de services industriels traditionnels, de transferts industriels transcontinentaux d'usines clés en main, de conception, fabrication, installation et maintenance de matériels de traitement des déchets et d'ingénierie dans le domaine du traitement de l'eau, notamment.

Sur l'exercice clôturé au 31 décembre 2021, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 88,9 M€ pour un résultat d'exploitation de 7,3 M€. Le Groupe compte près de 800 personnes dans l'ensemble de ses filiales.

### 3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'Offre

#### 3.1 L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre

##### Actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques
Hiolle Développement <sup>2</sup>	6 119 999	64,96%	12 178 384	77,42%
Jean-Michel Hiolle	684 834	7,27%	700 388	4,45%
Hiolle Logistique <sup>3</sup>	635 776	6,75%	657 470	4,18%
Marie-Claude Bouchez Hiolle	33 956	0,36%	33 956	0,22%
Véronique Hiolle	28 381	0,30%	56 575	0,36%
Green Industrie <sup>4</sup>	15 145	0,16%	15 145	0,10%
Olivier Hiolle	9 000	0,10%	18 000	0,11%
Martine Cuvellier	5 205	0,06%	8 697	0,06%
Infinity Materiel <sup>5</sup>	4 400	0,05%	4 400	0,03%
Jonathan Delahaye	970	0,01%	970	0,01%
<b>Groupe familial Hiolle</b>	<b>7 537 666</b>	<b>80,01%</b>	<b>13 673 985</b>	<b>86,93%</b>
Membres indépendants du CS	366 642	3,89%	452 318	2,88%
Institutionnels extérieurs	130 083	1,38%	130 083	0,83%
Salariés	19 935	0,21%	21 627	0,14%
Actions auto-détenues	248 975	2,64%	248 975	1,58%
Autres - Flottant	1 117 755	11,86%	1 203 741	7,65%
<b>Total</b>	<b>9 421 056</b>	<b>100,00%</b>	<b>15 730 729</b>	<b>100,00%</b>

Source : Projet de note d'information

#### 3.2 Modalités de l'Offre

L'Offre vise la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par le Groupe familial Hiolle, à l'exclusion des 248 975 actions Hiolle Industries auto-détenues par la Société qui ne sont pas visées par l'Offre soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total de 1 634 415 actions, représentant 17,35% du capital et 1 807 769 droits de vote représentant 11,49% des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 9 421 056 actions et 15 730 729 droits de vote de la Société.

<sup>2</sup> Détenue à 91,6% par différents membres de la famille Hiolle.

<sup>3</sup> Détenue par Hiolle Développement.

<sup>4</sup> Détenue majoritairement par M. Jean-Michel Hiolle et minoritairement par M. Jean Cheval.

<sup>5</sup> Détenue à 49% par M. Jonathan Delahaye, 41% par Mlle Jennifer Delahaye et 10% par Mme Véronique Hiolle.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur propose aux actionnaires du Groupe d'acquérir, en numéraire, leurs actions au prix unitaire de 4,70 euros.

A l'issue de l'OPAS, si le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représente pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre du Retrait Obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre.

Dans cette hypothèse, les actions Hiolle Industries non détenues par l'Initiateur lui seraient transférées moyennant une indemnisation, nette de frais, égale aux Prix d'Offre, soit 4,70 euros par action.

### **3.3 Motifs de l'Offre**

Le projet de note d'information indique que :

- l'Offre est réalisée par l'Initiateur dans l'objectif d'acquérir 100% des actions Hiolle Industries ;
- la mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettrait à Hiolle Industries de simplifier la gestion de son actionnariat et corrélativement de se libérer de ses obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses actions sur le marché Growth d'Euronext Paris et ainsi de réduire les coûts qui y sont associés.

## **4. Fondement de la désignation de l'expert indépendant**

- Au titre du 261-1 I :

1° : « Lorsque le Groupe 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 »

Dès lors que l'Initiateur contrôle le Groupe (majorité des droits de vote), l'Offre entre dans le champ d'application de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF ;

2° : « Lorsque les dirigeants du Groupe visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » : non applicable au cas d'espèce ;

3° : « Lorsque l'actionnaire qui la contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce n'apporte pas ses titres à une offre publique de rachat lancée par le Groupe sur ses propres titres » : non applicable au cas d'espèce ;

4° : « Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » : non applicable au cas d'espèce ;

5° : « Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre » : non applicable au cas d'espèce ;

6° : « Lorsque l'acquisition du Groupe visée est rémunérée par des instruments financiers mentionnés au 1° du II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier donnant accès ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote de l'initiateur ou d'une société appartenant au groupe de l'initiateur, autres que des actions. » : non applicable au cas d'espèce.

- Au titre du 261-1 II :

L'intention de l'Initiateur étant d'aboutir à un retrait obligatoire, la mission de l'expert indépendant s'inscrit également dans le cadre l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF.

## 5. Définition du caractère équitable de l'Offre

L'offre publique d'acquisition est une offre volontaire du point de vue de l'Initiateur. L'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre. Ses actions non apportées seront en revanche nécessairement transférées à l'Initiateur si le retrait obligatoire est mis en œuvre.

Ainsi, la présente attestation a pour objet d'indiquer si le Prix d'Offre peut être considéré comme équitable dans un contexte de potentiel retrait obligatoire pour l'actionnaire minoritaire.

Enfin, il n'existe pas à notre connaissance d'accords connexes susceptibles de remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre ou l'égalité de traitement entre actionnaires.



## II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION

### 1. Présentation de Sorgem Evaluation

Sorgem Evaluation est une société de conseil en finance, filiale du groupe Sorgem, qui effectue des interventions dans les trois domaines suivants : évaluations financières, support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages) et conseil en ingénierie financière.

Sorgem Evaluation dispose d'une équipe d'environ 25 collaborateurs et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (transactionnel, fiscal, comptable, boursier, contentieux).

La société comprend quatre associés (Blanche Feauveaux, Thomas Hachette, Claire Karsenti et Maurice Nussenbaum) et est présidée par Maurice Nussenbaum.

Au cours des dernières années, Sorgem Evaluation a notamment produit les attestations d'équité listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
janv-17	OPAS	Tessi	Pixel Holding	CM CIC, KEPLER CHEUVREUX
avr-17	OPRA	Gaumont	Gaumont	BNP PARIBAS
janv-18	OPAS	Ses Imagotag	BOE Smart Retail	SOCIETE GENERALE
juil-18	OPR-RO	Heurtey-Petrochem	Axens	INVEST SECURITIES
nov-19	OPR-RO	SIPH	Michelin / SIFCA	ODDO BHF
déc-19	OPR-RO	Afone Participations	FL Finance / Awys	LCL
nov-20	OPAS-RO	Advenis	Inovalis	KEPLER CHEUVREUX
janv-21	OPAS-RO	Amplitude Surgical	Auroralux (PAI)	ROTHSCHILD&CO
avr-21	OPAS-RO	Société Française de Casinos	Casigrangi	ODDO BHF
oct-21	OPR-RO	Tessi	Pixel Holding	SOCIETE GENERALE
mars-22	OPR-RO	Musée Grévin	CDA	CREDIT AGRICOLE DES SAVOIE

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et 2 de son Règlement général. Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation, est également membre du comité directeur et Président d'honneur de l'APEI.

Les Associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents à des associations professionnelles dans les domaines de l'expertise indépendante (APEI), de l'évaluation (SFEV) et de l'expertise judiciaire (CNEJEF). A ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

## **2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission**

La présente mission a été réalisée par :

- Thomas Hachette, Associé de Sorgem Evaluation. Il est diplômé de l'EDHEC et enseigne au sein du MSc Financial Management et dans le programme Executive MBA de l'EDHEC. Il est expert de justice près la Cour d'appel de Paris et les Cours administratives d'Appel de Paris et de Versailles et membre du Groupe Française des Evaluateurs (SFEV), de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF) et de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) ;
- Etienne Langer, Manager, diplômé d'Excellia, disposant d'une expérience professionnelle de sept ans dans le domaine de l'évaluation financière et de l'audit ;
- Maxime Thomas, Consultant junior, diplômé de l'EM Lyon.

Ce rapport a fait l'objet d'une revue indépendante réalisée par Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé d'HEC, Agrégé des Facultés de Droit et de Sciences économiques, Professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert près les Cours Administratives d'Appel de Paris et de Versailles, expert financier près la Cour d'Appel de Paris, agrégé par la Cour de Cassation (h) et ex-président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agrégés par la Cour de Cassation, et membre du comité directeur et président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).

### **3. Déclaration d'indépendance**

En application de l'article 261-4 II du règlement général de l'AMF, Sorgem Evaluation atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Sorgem Evaluation n'a pas réalisé de missions pour le compte du Groupe au cours des dix-huit derniers mois.

### **4. Réserves**

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par le Groupe, l'Initiateur et leurs conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard notamment des performances historiques, des données disponibles sur les marchés sous-jacents et des explications orales et écrites obtenues auprès du management du Groupe.

En outre, nous précisons que nos travaux d'évaluation ont pour objet d'apporter un avis sur la valeur de marché du Groupe à la Date d'Evaluation. Cette valeur repose sur des paramètres de marché susceptibles de varier dans le temps en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

### **III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE**

#### **1. Historique**

Les principaux faits marquants depuis la création du Groupe sont résumés ci-après :

- 1976 : Création du groupe Hiolle Industries sous l'impulsion de quatre personnes passionnées du monde industriel, dont Jean-Michel Hiolle, Président fondateur.
- 1980 : Le Groupe Hiolle Industries développe des filiales spécialisées dans les métiers stratégiques du monde industriel : électricité, tuyauterie, construction métallique, hydraulique, automatisme et mécanique de précision.
- 1990 : Confronté à la mondialisation, le Groupe développe les premiers grands transferts transcontinentaux, notamment vers la Chine et l'Inde, deux grands pays en plein essor. Anticipant les problématiques environnementales des industriels, Hiolle Industries crée son pôle Services et Environnement et propose des solutions innovantes dans les traitements des déchets industriels, ménagers, hospitaliers...
- 2000 : Les choix stratégiques des années précédentes permettent au Groupe de s'inscrire sur le marché libre de la bourse de Paris et d'accélérer sa politique de croissance externe.
- 2007 : Augmentation de capital de 19,6 M€ et Transfert sur le compartiment C.
- 2010 : Installé à Valenciennes, au cœur même d'une industrie ferroviaire forte et dynamique, le pôle ferroviaire du Groupe connaît un essor important se matérialisant par des taux de croissance annuelle de l'activité à deux chiffres.
- 2012 : Transfert sur Euronext Growth.
- 2018 : Le Groupe accélère son développement à l'international. Après des implantations au Maroc et en Algérie, Hiolle Industries ouvre trois nouvelles filiales en Suisse, au Canada et au Sénégal. Des croissances externes dans le câblage aéronautique permettent à Hiolle Industries d'enregistrer une croissance à deux chiffres.
- 2021 : Hiolle Industries cède sa filiale spécialisée dans la maintenance de turbo-alternateurs, Team Turbo Machines (TTM), au groupe italien Fincantieri.

## 2. Activités

Hiolle Industries, groupe industriel historiquement basé dans le Nord de la France, développe depuis 1976 des services à l'industrie. A la maintenance, métier historique du Groupe, sont venues s'ajouter de nombreuses autres activités industrielles.

Les principaux métiers de Hiolle Industries sont aujourd'hui la production de faisceaux électrique, la réalisation de pièces pour l'industrie et le service après-vente ou la maintenance associé essentiellement aux produits livrés.

En 2021, le Groupe compte plus de 800 salariés et réalise un chiffre d'affaires de 89 M€.

Le Groupe distingue ses activités en deux grands pôles : « Ferroviaire et Aéronautique » et « Services et Environnement » (ci-après les « Pôles d'activités »).

### 2.1 Pôle Ferroviaire et Aéronautique

Le pôle « Ferroviaire et Aéronautique » représente 73% du chiffre d'affaires consolidé en 2021 et près de 80% du chiffre d'affaires après retraitement de la cession de Team Turbo Machines.

Ce pôle comporte les activités suivantes :

- maintenance et service-après-vente ainsi que travaux neufs (câblage de dalles, pupitre de conduite et armoires de commande) pour les grands donneurs d'ordres tels que les constructeurs, les exploitants et les équipementiers du secteur ferroviaire ;
- automatisme industriel et électronique ;
- usinage de précision ;
- câblage d'équipements électriques embarqués ainsi que prestations d'intégration et de réparation sur sites pour les grands donneurs d'ordres du secteur aéronautique.

La production de faisceaux électriques à façon, à partir de câbles et d'autres équipements électriques, représentent l'essentiel de ces activités (environ 30 M€ de chiffre d'affaires

annuel), suivie de la production d'autres équipements et des prestations d'installation pour les grands donneurs d'ordres (environ 20 M€ de chiffre d'affaires).

Le service-après-vente et la maintenance des éléments livrés mais aussi des autres éléments constitutifs des trains et avions, représente le reste de l'activité du pôle.

La dominance de l'activité de câblage électrique sur ce pôle d'activité se traduit par la concentration du chiffre d'affaires sur un nombre restreint de client. Alstom, client principal lié au ferroviaire, représente ainsi un pourcentage significatif de l'activité, avec 42% du chiffre d'affaires consolidé en 2021, suivi par d'autres grands donneurs d'ordres du secteur aéronautique tels que Dassault et Safran.

## **2.2 Pôle Services et Environnement**

Le pôle « Services et Environnement » représente 27% du chiffre d'affaires consolidé en 2021 et environ 20 % du chiffre d'affaires après retraitement de la cession de Team Turbo Machines.

Ce pôle comporte les activités de sous-traitance suivantes :

- métiers traditionnels liés à l'industrie (tuyauterie, électricité, hydraulique, construction métallique, traitement thermique, mécanique, métallurgie, maintenance...);
- transferts industriels d'usines clés en main ;
- conception, fabrication et installation de matériels de traitements des déchets solide (déchets ménagers, industriels, verts et lignes de broyage pour véhicules) ;
- installation d'équipements pour le traitement des fumées et autres rejets ;
- prestations de services (maintenance, gros entretien) pour les installations de traitements de déchets ;
- ingénierie dans le traitement de l'eau ;

- travaux neufs et maintenance en électricité industrielle et tertiaire, installation et mise en service de pompes à chaleur et unités de climatisation.

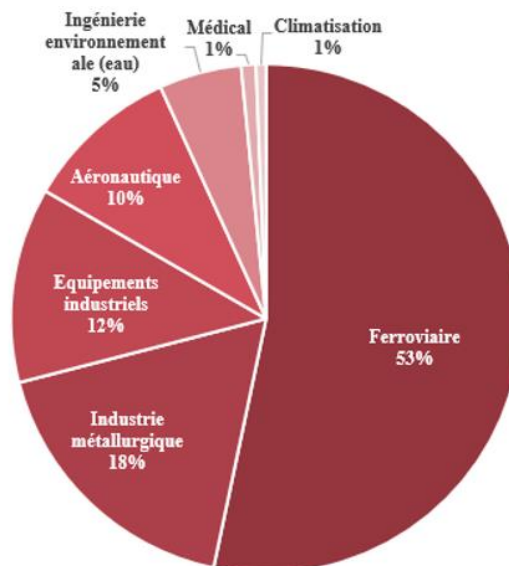
L'essentiel de l'activité de ce pôle est également lié à la production à façon, en particulier celle de constructions métalliques.

Les principaux clients de ce pôle d'activité sont des acteurs des services aux entreprises et à l'environnement et d'ingénierie, tels que Derichebourg, client historique du groupe, et Exyte.

### 3. Principaux marchés sur lesquels le Groupe intervient

La société Hiolle Industries est la société mère d'un groupe de plusieurs filiales françaises et étrangères intégrées, qui évoluent dans différents secteurs de l'industrie (*cf. supra*). En tant que sous-traitant des grands donneurs d'ordre, le Groupe est exposé aux tendances des industries de ces derniers.

L'exposition de Hiolle Industries à travers ses deux pôles d'activité se concentre principalement sur les industries suivantes :



Source : Management du Groupe

En tant que sous-traitant (production et maintenance) pour les industries ferroviaires, métallurgiques et aéronautiques, les cycles d'activité de Hiolle Industries sont corrélés à ceux de ces industries sous-jacentes, et plus globalement à l'économie de manière générale.

Cependant, le Groupe a atteint un palier en termes de niveau de production (capacités immobilières maximales atteintes notamment sur les lignes de production), et ne pourrait donc pas profiter de croissances fortes dans le futur sans investissements conséquents (ouverture d'usines) ou sans avoir recours à de la croissance externe.

### **3.1 Le marché ferroviaire en France<sup>6</sup>**

L'industrie ferroviaire correspond à la fabrication de matériel roulant (trains, métros et tramways essentiellement), d'équipements et de systèmes de signalisation et d'automatisation.

Cette industrie présente essentiellement trois grands types de produits : (i) le matériel roulant (motrices diesel ou électriques, tramways, métros, véhicules pour l'entretien, wagons, etc.), (ii) les équipements de véhicules (bogies, essieux, freins, roues, sièges, etc.) et (iii) la conception des systèmes de signalisation ferroviaire (signaux pour la circulation, systèmes de contrôles ou supervision).

L'industrie ferroviaire est composée de trois grands types d'opérateurs :

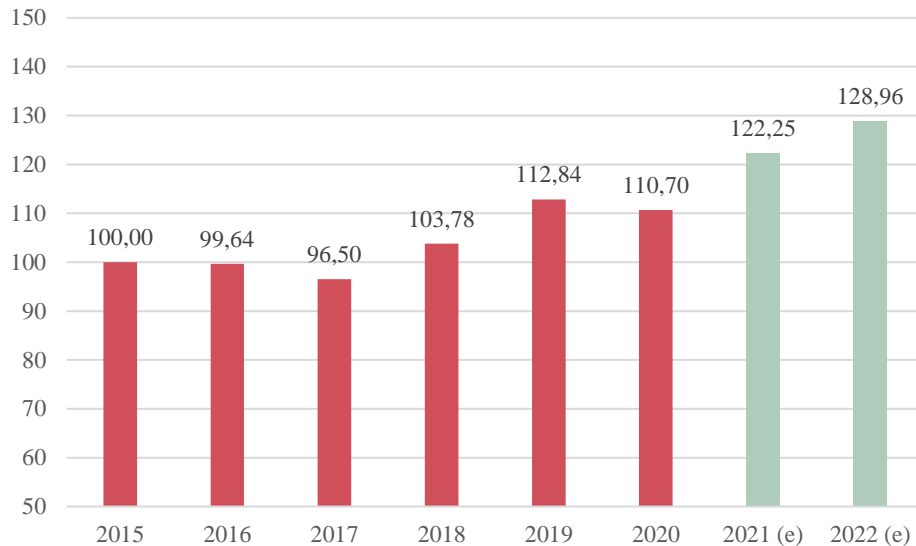
- les constructeurs (Alstom, CAF, Inveho, etc.) spécialisés dans la production de matériel roulant, ils recourent massivement à la sous-traitance ;
- les spécialistes des systèmes de signalisation et d'automatisation en France, tels que Thales et Hitachi ;
- les équipementiers (Wabtec, Knorr-Bremse, Barat, etc.), le plus souvent spécialisés dans un segment de marché en particulier (systèmes de freinage, organes de roulement, sièges, etc.).

---

<sup>6</sup> Analyses SORGEM Evaluation sur la base notamment de la note Xerfi « L'industrie ferroviaire en France » de janvier 2022



### **Production de matériels ferroviaires roulants en France (base 100 en 2015)**



Source : INSEE via Xerfi, *L'industrie ferroviaire en France*, janvier 2022

Jusqu'en 2017, l'activité de l'industrie ferroviaire française s'est légèrement contractée, en lien avec le recul du carnet de commandes des constructeurs. Par la suite, le Grand Paris Express, le plan de réhabilitation des trains régionaux, le projet du TGV du futur et la hausse du trafic des TER et des tramways se sont traduits par une hausse importante des commandes. Après une légère baisse de l'activité en 2020, année perturbée par des arrêts de production dans les usines françaises, la croissance s'est poursuivie et l'activité devrait encore progresser de 5,5% en 2022, portée par les commandes de TGV notamment.

En France, l'activité ferroviaire est principalement déterminée par les facteurs suivants :

- **Le renouvellement des trains régionaux** et des trains Intercités : en France, ces trains sont vieillissants et ont besoin d'être renouvelés. Sous l'impulsion du gouvernement français, le renouvellement de ces trains devrait être réalisé d'ici à 2025. D'importantes commandes ont été passées auprès des principaux donneurs d'ordres, mêmes si certaines commandes échappent à la filière française.
- **Les investissements des collectivités dans les réseaux** de tramways et métros, notamment dans le cadre du Grand Paris Express : l'industrie bénéficie des investissements réalisés par les collectivités pour le développement de leurs réseaux de transport en commun. Les réseaux de métro et de tramways sont en plein essor, porté par la tendance à la métropolisation et la volonté de proposer des alternatives de transport plus écologique. Dans ce contexte, l'impact du Grand Paris Express sur le secteur ferroviaire est conséquent, avec l'achat de nombreux

trains et métros, la construction de nouvelles infrastructures et la modernisation des systèmes de signalisation pour plusieurs milliards d'euros.

- **Les commandes de TGV :** le TGV, symbole de l'excellence technologique française dans le secteur, représente un poids important pour l'industrie ferroviaire française. A ce titre, l'Etat français apporte son soutien en poussant la SNCF à commander des rames lors des périodes d'activités moindres. En juillet 2018, la SNCF a signé une commande historique de 2,7 Md€ auprès d'Alstom pour la fourniture de 100 rames de TGV Avelia dont la livraison s'échelonne de 2023 à 2033.
- **La réalisation de contrats pour l'étranger :** la demande étrangère constitue un déterminant majeur de l'activité des usines françaises (plus du quart du chiffre d'affaires de l'industrie ferroviaire française hors infrastructure en 2019). Bien que de nombreuses commandes comportent des exigences de localisation de l'assemblage, plusieurs sites de production français bénéficient de la demande étrangère, notamment pour la fabrication de bogies ou de moteurs. En effet, les sites industriels établis en France disposent de positions fortes sur plusieurs segments de matériel roulant et sont à la pointe pour les systèmes de signalisation et de contrôle commande.

### 3.2 Le marché aéronautique en France<sup>7</sup>

L'industrie aéronautique et spatiale regroupe l'ensemble des producteurs d'aéronefs (avions, hélicoptères, drones, etc.) et d'engins spatiaux. L'industrie aéronautique et spatiale peut être découpée en trois branches d'activité : l'aéronautique civile est la branche la plus importante du secteur et elle concerne le transport des personnes. Les deux autres branches sont l'aéronautique militaire et l'aéronautique spatiale. Les exportations représentent le débouché principal du secteur, avec près de 66% du chiffre d'affaires de l'industrie en 2020.

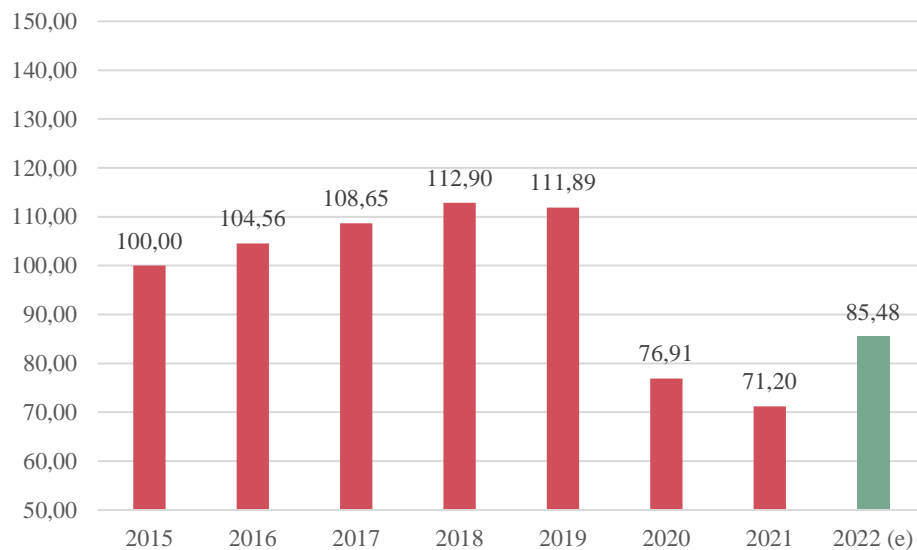
La chaîne de production dans l'industrie aéronautique et spatiale regroupe trois catégories d'opérateurs. Au sommet, les constructeurs ou avionneurs, qui ont en charge la conception, l'assemblage et la commercialisation d'aéronefs. Ils externalisent la production des moteurs et des équipements à des sous-traitants de rang 1 (Safran, Thales, etc.).

---

<sup>7</sup> Analyses SORGEM Evaluation sur la base notamment de la note Xerfi « L'industrie aéronautique et spatiale » de février 2022.

La forte intensité capitalistique et les importants coûts de R&D nécessite pour les acteurs du secteur d'atteindre une taille critique, ce qui se traduit par une prépondérance d'Airbus en France. Outre Airbus, Dassault Aviation occupe une place importante dans l'écosystème français, suivi par les équipementiers de rang 1 tels que Safran, Thales, Daher ou encore LISI.

### **Production de l'industrie aéronautique et spatiale française (base 100 en 2015)**



Source : INSEE via Xerfi, *L'industrie aéronautique et spatiale, février 2022*

Après deux années de légers reculs à la suite d'une baisse des cadences sur les gros porteurs (2013-2015), la production aéronautique française a retrouvé la croissance, portée l'accélération des cadences de l'A320 et de l'A350, entre 2015 et 2019. C'est au cours de cette période que les monocouloirs triomphent des gros porteurs, ces derniers étant de moins en moins adaptés à la pression tarifaire au sein du transport aérien.

En 2020, l'industrie du secteur a été fortement impactée par la crise sanitaire et l'effondrement du trafic aérien de passagers. En France, la baisse de la production a dépassé les 30% et ne devrait pas retrouver les niveaux d'avant crise avant plusieurs années, en fonction de la reprise du trafic aérien.

L'activité aéronautique française est principalement déterminée par les facteurs suivants :

- **La demande en avion moyen et long-courrier** : l'évolution de la production de l'industrie aéronautique française dépend de l'état du carnet de commandes des avions et du carnet de livraisons. Ces évolutions impactent les cadences de production des avionneurs et donc l'activité des équipementiers français. Les

avions long-courrier, à plus forte valeur ajoutée, sont exclusivement assemblés en France tandis que l'assemblage d'avions moyen-courrier a tendance à diminuer.

- **La stratégie de localisation industrielle et la compétitivité** : le choix des avionneurs, et principalement Airbus, de produire en France ou à l'étranger influe fortement la production française. En effet, les importations d'équipements produites par des acteurs étrangers dans des pays à bas coûts a tendance à s'accroître et les équipementiers français renforcent leur présence à l'étranger depuis plusieurs années. Ces mouvements de développement à l'étranger freinent la croissance de l'activité en France, bien qu'elle soit soutenue par des investissements conséquents dans la modernisation des usines.
- **L'évolution des capacités de production** : la hausse des cadences de production des avionneurs commerciaux implique pour les équipementiers français une réorganisation rapide, une augmentation de la main-d'œuvre qualifiée et des investissements dans les sites de production. Dans ce contexte, les opérateurs multiplient les investissements pour agrandir et moderniser leur appareil productif en France. Les capacités de production ont tendance à rester stables en France mais à augmenter à l'étranger, notamment en Allemagne, mais aussi en Chine et aux États-Unis. Une hausse ou une baisse des cadences de production des donneurs d'ordres en France se répercute en effet directement sur le niveau d'activité de l'ensemble de la filière.

## 4. Principales caractéristiques financières du Groupe

### 4.1 Compte de résultat

#### Compte de résultat 2019 à 2021

En k€	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>85 832</b>	<b>74 655</b>	<b>88 890</b>
% variation	n.a.	-13,0%	19,1%
Achats consommés	(22 630)	(22 407)	(26 552)
Charges externes	(24 398)	(18 964)	(20 548)
Charges de personnel	(29 896)	(28 256)	(30 828)
Impôts et taxes	(904)	(755)	(798)
Autres produits et charges	(131)	187	2 057
<b>EBITDA</b>	<b>7 874*</b>	<b>4 460</b>	<b>12 221</b>
% du chiffre d'affaires	9,2%	6,0%	13,7%
Dotations d'exploitation	(1 886)	(1 681)	(1 763)
Dotations sur les droits d'utilisation	(1 340)	(1 693)	(1 601)
Dépréciation et correction des écarts d'acquisition	(986)	-	(1 601)
<b>EBIT</b>	<b>3 662</b>	<b>1 085</b>	<b>7 255</b>
% du chiffre d'affaires	4,3%	1,5%	8,2%
Coût de l'endettement financier net	(101)	(126)	(214)
Coût des charges financières sur droits d'utilisation	(49)	(56)	(77)
Charges d'impôt	(1 424)	(823)	(1 655)
Intérêts minoritaires	(162)	(74)	(152)
<b>Résultat net (part du groupe)</b>	<b>1 925</b>	<b>4</b>	<b>5 157</b>
% du chiffre d'affaires	2,2%	0,0%	5,8%

Sources : Rapports annuels du Groupe.

\*Le rapport annuel 2019 de Hiolle Industries présente un EBITDA de 7 538k€ : la correction du calcul du goodwill du secteur Ferroviaires et Aéronautique pour 336k€ y est prise en compte dans l'EBITDA, contrairement à la présentation ci-dessus.

#### Evolution du chiffre d'affaires

Hiolle Industries a enregistré pour l'exercice 2019 un chiffre d'affaires consolidé de 85,8 M€, relativement stable par rapport à 2018. L'exercice a été le témoin de nombreux succès commerciaux, tant en France qu'à l'étranger, principalement dans le pôle Ferroviaire et Aéronautique. Les démarrages des grands projets ferroviaires, en Ile-de-

France et au Canada notamment, ont connu quelques retards, mais le secteur a su conserver son dynamisme.

En 2020, la société a enregistré un chiffre d'affaires en baisse de 13% par rapport à 2019, lors d'une année marquée par la pandémie mondiale de Covid-19. Le fort rebond de l'activité sur le dernier trimestre pour l'activité Ferroviaire et Aéronautique a cependant permis de compenser partiellement les arrêts ou ralentissements de production liés aux confinements successifs et aux restrictions sanitaires.

Le Groupe a retrouvé la croissance en 2021 avec un chiffre d'affaires consolidé de 88 890 k€, en hausse de 19% par rapport à 2020. Cette croissance s'explique à la fois par (i) un effet de base positif et (ii) un effet « rattrapage » à la suite de la relance de l'industrie après une année 2020 marquée par les confinements successifs. Le pôle Ferroviaire et Aéronautique a présenté une progression de 22% de son chiffre d'affaires, en ligne avec la tendance haussière observée toute l'année, tant pour les activités ferroviaires qu'aéronautiques.

#### *Evolution du total des charges d'exploitation*

Dans le contexte de crise sanitaire, différentes mesures ont été prises pour réduire les charges d'exploitation. Tout d'abord, le Groupe a légèrement diminué ses frais de personnel, grâce au recours au chômage partiel en France. Ce dispositif de sauvegarde de l'emploi n'existant pas dans les autres pays d'implantation du Groupe (Maroc notamment) et la Société souhaitant conserver ses effectifs plutôt que de licencier, ses économies sont restées limitées. Seules les charges externes ont connu une baisse significative en 2020.

Le Groupe n'a par ailleurs pas souhaité ralentir son rythme de production en dépit du ralentissement de l'activité, ce qui explique la stabilité du poste des achats consommés en 2020 et qui a permis de mieux absorber le retour à la croissance de l'activité en fin d'année 2020 et en 2021.

#### *Commentaires sur la profitabilité*

Consécutivement aux choix stratégiques effectués par le Management, la diminution des charges d'exploitation n'a pas été suffisante pour faire face à la chute de l'activité et éviter un effet ciseau défavorable sur l'année 2020.

Les frais de personnels, notamment, n'ont pas diminué suffisamment malgré les mesures mises en place. Ils représentaient 34,8% du chiffre d'affaires sur l'exercice 2019 contre

respectivement 37,8% et 34,7% sur les deux exercices suivants. En outre, les achats consommés se sont maintenus à un niveau élevé en dépit de la chute de l'activité.

La croissance retrouvée sur l'année 2021, permise notamment par les choix stratégiques précédemment évoqués, a conduit à une rentabilité élevée sur l'année. En effet, les achats consommés, charges externes et charges de personnel sont restés maîtrisés malgré la forte hausse du chiffre d'affaires.

La marge opérationnelle de 2021 comprend également le résultat de cession de Team Turbo Machines (cédée en août de la même année) pour 2,7 M€, diminué d'une dépréciation de goodwill de 1,6 M€ sur le pôle Services et Environnement à la suite de la cession de cette filiale. L'impact net des éléments exceptionnels s'élève donc à +1,1 M€ sur l'EBIT 2021.

Consécutivement aux développements précédents, l'EBIT est ressorti à 1,1 M€ sur l'exercice 2020, soit seulement 1,5% du chiffre d'affaires, mais a atteint 7,3 M€ en 2021, soit 8,2% du chiffre d'affaires (6,9% hors éléments exceptionnels susmentionnés), ce qui constitue une performance historique pour le Groupe. Par comparaison, l'EBIT était de 3,7 M€ en 2019, soit 4,3% du chiffre d'affaires.

#### Commentaires sur le résultat financier

Les frais financiers, très faibles historiquement, ont légèrement augmenté en raison du recours à l'endettement, nécessaire pour faire face à la crise sanitaire. En effet, le Groupe affichait une dette nette de 3 M€ au 31 décembre 2019 contre 10 M€ à la clôture de l'exercice 2020.

#### Impacts sanitaires, macroéconomiques et géopolitiques sur l'historique et les prévisions

La **crise sanitaire** en 2020 a eu un véritable impact, lié aux arrêts ou ralentissement de production successifs, expliquant la baisse de CA pour l'année 2020. Un effet rattrapage a cependant été constaté avec un niveau exceptionnel sur l'année 2021 (*cf. supra*).

L'augmentation importante de **l'inflation** a un impact sur le prix des énergies et des matières et donc sur les coûts de production, bien que certaines dispositions contractuelles puissent parfois permettre de refacturer en partie ces hausses.

Par ailleurs, certaines sociétés du Groupe subissent les conséquences des **délais de livraison très allongés sur la fourniture de composants électroniques**, ce qui a pour impact de bloquer les chaînes de production. Cela entraîne des répercussions sur la

gestion des plannings, la logistique (gestion de l'espace de stockage), sur la relation clients, et *in fine* sur la trésorerie.

A ce jour, la **guerre en Ukraine** n'a pas eu d'impact direct sur les activités du Groupe.

## 4.2 Bilan économique

### Bilan économique - 2019 à 2021

En k€	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Immobilisations incorporelles	175	189	129
Immobilisations corporelles	8 403	9 586	8 705
<i>dont droit d'usage (IFRS 16)</i>	3 384	4 774	5 353
BFR	21 550	27 610	30 663
<b>Actif économique</b>	<b>30 128</b>	<b>37 385</b>	<b>39 496</b>
Goodwill	8 014	8 014	6 413
Hors exploitation (titres non consolidés)	13	13	13
Ecart n.s. non identifié	18	-	-
<b>Total capitaux employés</b>	<b>38 172</b>	<b>45 411</b>	<b>45 922</b>
Capitaux propres part du groupe	31 886	31 376	35 865
Intérêts minoritaires	528	587	45
<b>Capitaux propres totaux</b>	<b>32 414</b>	<b>31 963</b>	<b>35 909</b>
Dette financière	7 383	20 919	15 827
Dette financière - IFRS 16	3 213	4 797	5 243
Trésorerie nette	7 548	15 294	14 082
<b>Dette financière nette</b>	<b>3 048</b>	<b>10 422</b>	<b>6 988</b>
Provisions pour risques et charges	595	585	736
Engagements retraite et assimilés	2 115	2 441	2 288
<b>Total capitaux investis</b>	<b>38 172</b>	<b>45 411</b>	<b>45 922</b>

Sources : Rapports annuels du Groupe.



L'analyse du bilan économique du Groupe fait apparaître les principaux éléments suivants :

#### Actif économique

- Les immobilisations corporelles IFRS 16 correspondent essentiellement au droit au bail des locaux du Hiolle Industries tandis que les autres immobilisations corporelles correspondent principalement aux investissements liés à l'exploitation (installations techniques, matériel, etc.). On observe une hausse de 4% des immobilisations corporelles sur la période 2019 – 2021, à mettre en rapport avec l'atteinte d'un palier en termes de niveau de production (optimisation maximale des lignes de production avec les capacités immobilières actuelles) ;
- Le BFR représente structurellement un poste important du bilan du Groupe. Ce dernier a tendance à augmenter plus fortement que le chiffre d'affaires<sup>8</sup>, en raison (i) des choix stratégiques du Groupe en termes de stockage (surstockage pour éviter les effets des pénuries) et (ii) l'augmentation de la part Ferroviaire et Aéronautique dans le mix d'activité (délais de paiement plus long).

#### Capitaux investis

- L'évolution des capitaux propres sur la période est la conséquence directe du résultat enregistré par le Groupe. Entre les exercices 2019 et 2020, les capitaux propres sont restés stables en raison du résultat non significatif sur l'exercice 2020. Sur l'exercice 2021, l'augmentation des capitaux propres provient du très bon résultat de l'année. Au 31 décembre 2021, les capitaux propres s'élevaient ainsi à 35,9 M€ ;
- En 2020, l'endettement financier net a fortement augmenté pour atteindre 10,4 M€. L'augmentation de ce poste provient essentiellement de la souscription de PGE pour faire face à la crise sanitaire à hauteur de 12,5 M€ et d'un emprunt pour financer la croissance 2021 des activités ferroviaires pour 5 M€. Les bons résultats de l'année 2021 ont ensuite permis à la société de diminuer son niveau d'endettement pour revenir à un niveau limité. Corrigé des dettes de loyers (IFRS 16), le groupe présentait fin 2021 une dette financière nette de 1,7 M€, soit un ratio d'endettement inférieur à 5%.

---

<sup>8</sup> Le BFR représentait 25% du chiffre d'affaires en 2019 et 34% en 2021.

## 5. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Structure multi-entreprises et multi-marchés, plutôt résistante aux évènements macroéconomiques</li><li>✓ Savoir-faire industriel reconnu</li><li>✓ Niveau d'endettement net faible</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Très forte dépendance à un seul client (Alstom)</li><li>✓ Atteinte d'une capacité maximale nécessitant une prise de risque importante (nouvelles lignes de production) pour capter une croissance supplémentaire</li></ul>
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Possibilité d'effets de rattrapage de l'activité sur l'aéronautique avec la levée des restrictions sanitaires</li><li>✓ Capacités d'endettement compte tenu du niveau actuel faible</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Concurrence générale qui s'intensifie avec une délocalisation des sous-traitants dans les pays à bas coûts de main d'œuvre</li><li>✓ Risque de déréférencement compte tenu de la taille restreinte de Hiolle et des contraintes des grands donneurs d'ordre en termes de diversification des fournisseurs</li></ul>

## IV. EVALUATION DES ACTIONS DU GROUPE

Afin d'apprécier l'équité du Prix d'Offre, nous avons estimé la valeur des actions du Groupe au 31 mai 2022 (ci-après la « Date d'Evaluation »), sur la base notamment de données de marché retenues à la date du 16 mai 2022.

Pour ce faire, nous avons retenu :

- à titre principal, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (ou « DCF ») (2.) ;
- à titre indicatif, la méthode des comparables boursiers (3.) ;
- à titre de référence indicative, le cours de bourse du Groupe sur une durée comprise entre un et six mois avant l'annonce le 4 mai 2022 de l'Offre (4.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.).

### 1. Méthodes et références écartées

#### 1.1 Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer au Groupe les multiples observés lors de transactions impliquant des sociétés comparables.

Après avoir analysé les transactions intervenues sur les continents européen et américain sur les secteurs « Electrical components » et « Fibre optics and electric cabling », nous avons écarté cette méthode en raison du faible nombre de transactions postérieures à la crise sanitaire et dont l'information nécessaire au calcul des multiples de marges opérationnelles est disponible.

A titre d'information :

- La seule transaction récente identifiée sur les secteurs mentionnés et extériorisant un multiple de marge opérationnelle concerne De-Ka Elektrotechnik (société manufacturière de câbles et prises électriques), acquise par Volex Group en février 2021. Le multiple d'EBIT induit par cette transaction s'établit selon les données communiquées à 9,5x, étant précisé que la marge d'EBIT 2019 de De-Ka Elektrotechnik s'établissait à près de 15%, soit un niveau plus de trois fois supérieur à celui de Hiolle Industries la même année.
- La cession de l'entreprise Team Turbo Machine précédemment détenue par le Groupe, intervenue en août 2021, fait ressortir un multiple de 4,7x l'EBITDA 2020 selon les données du Management du Groupe.

A titre indicatif, le Prix d'Offre fait ressortir les multiples suivants pour Hiolle Industries :

Multiples induits par le prix d'offre	2019	2020	2021	2022
xEBITDA	7,2x	17,2x	4,4x	6,9x
xEBIT	12,9x	45,2x	6,5x	9,0x

## 1.2 Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage généralement pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividendes réguliers et représentative de leur capacité de distribution.

La détermination de la capacité de distribution du Groupe dans le futur serait cependant redondante avec l'approche DCF mise en œuvre à titre principal. La méthode de l'actualisation des dividendes a donc été considérée comme non pertinente.

## 1.3 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan. Elle est souvent utilisée pour évaluer les sociétés dont les principaux actifs disposent d'une valeur de marché indépendamment de leur utilisation dans un processus d'exploitation.

Au cas d'espèce, cette méthode n'apparaît pas directement pertinente dans la mesure où elle serait redondante avec l'évaluation DCF, conduite notamment à partir des projections financières du Groupe.

#### **1.4 Référence à l'actif net comptable**

Cette approche consiste à estimer la Valeur des Fonds Propres d'une société à partir de la référence à son actif comptable. Néanmoins, les principaux actifs du Groupe ne sont pas nécessairement inscrits à son bilan à leur valeur de marché.

A titre d'information, l'actif net comptable (part du Groupe) de 35,9 M€ représente une valeur par action de 3,91€.

#### **1.5 Référence aux objectifs de cours des analystes**

Aucun analyste ne suit le titre Hiolle Industries et ne publie donc de cours cible.

## 2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)

### 2.1 Principe

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs qu'elle est susceptible de générer, nets d'impôts, après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

La valeur actualisée des flux de trésorerie opérationnels générés par les actifs d'exploitation des activités évaluées sur la période couverte par les prévisions et, le cas échéant, la valeur actualisée de la valeur terminale constituent la Valeur d'Entreprise (ou valeur de l'actif économique) du groupe évalué (ci-après la « Valeur d'Entreprise »).

La Valeur d'Entreprise obtenue doit ensuite être ajustée de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation pour obtenir la valeur des fonds propres du groupe évalué.

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres puis à la valeur par action (2.2) ;
- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives concernant les résultats nets d'impôt, les investissements et le besoin en fonds de roulement (2.3) ;
- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de capitaux de l'entreprise (2.4).

## 2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action

### 2.2.1. Nombre d'actions pris en compte

Nous avons retenu 9 172 081 actions, correspondant à l'intégralité des 9 421 056 actions composant le capital au 31 décembre 2021 diminué des 248 975 actions détenues en propre par la Société.

Par ailleurs, il n'existe à ce jour aucun plan d'actions gratuites ou de *stock-options* susceptible de diluer à l'avenir les actionnaires existants.

### 2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres

Sur la base des comptes au 31 décembre 2021, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres du Groupe nécessite de prendre en compte un ajustement négatif d'un montant de **-3,5 M€** :

#### Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

en M€		
<b>Trésorerie et équivalents de trésorerie</b>	[1]	<b>14,08</b>
Dette financière hors droits d'utilisation IFRS 16		(15,83)
<b>Dette financière brute</b>	[2]	<b>(15,83)</b>
Intérêts minoritaires		(0,04)
Provisions pour indemnité fin de carrière nettes d'impôt		(1,70)
Actifs hors exploitation (titres non consolidés)		0,01
<b>Autres éléments</b>	[3]	<b>(1,73)</b>
<b>Passage</b>	[1]+[2]+[3]	<b>(3,47)</b>

Sources : Rapport annuel du Groupe 2020-21, analyse Sorgem Evaluation.

Les indemnités de fin de carrière correspondant à un décaissement futur de trésorerie, il a été considéré comme élément de passage pour sa valeur comptable<sup>9</sup>, après prise en compte de l'effet de l'impôt.

---

<sup>9</sup> Valeur actuelle des engagements calculée selon les dispositions de la Convention Collective de la Métallurgie ou la Convention Collective Syntec en fonction de l'ancienneté, de l'âge du salarié et de la probabilité de présence dans l'entreprise au jour du départ en retraite (cf. Rapport Annuel 2021).

## 2.3 Présentation des prévisions retenues

### 2.3.1. Sources d'informations utilisées

Notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur un plan d'affaires construit :

- pour l'année 2022, par agrégation par Pôle d'activité des budgets établis par les entités opérationnelles et validés par le Management ;
- à horizon cinq ans (jusqu'en 2026), selon les hypothèses de croissance et de flux par Pôle d'activité, construites par le Management.

### 2.3.2. Synthèses des hypothèses structurantes

#### a) Hypothèses générales

Le plan d'affaires a été établi sur un horizon explicite de cinq ans (2022 à 2026) sur le portefeuille clients existants, (i) sans dégradation ou perte de clientèle et (ii) en considérant une croissance continue de l'activité à partir de 2023. Consécutivement, les investissements projetés ne comprennent que des flux de renouvellement d'immobilisation, sans prévision de croissance externe.

Dans le cadre de nos analyses de valeur à aujourd'hui, nous considérons qu'il est approprié de retenir ce périmètre d'activités pour évaluer le Groupe. Il convient cependant de noter que les flux du plan d'affaires ne tiennent pas compte du risque de déréférencement ou de réduction de l'activité avec les grands donneurs d'ordres : les marchés attribués à Hiolle Industries peuvent en effet être limités lorsque la dépendance du Groupe envers ces donneurs d'ordres est trop importante.

Le plan d'affaires a par ailleurs été réalisé sans prise en compte de la norme IFRS 16.



b) Horizon du plan d'affaires (2022 - 2026) – Principales tendances

Evolution du chiffre d'affaires

Après un exercice 2020 impacté par la crise sanitaire et un exercice 2021 marquant un rattrapage important, le chiffre d'affaires devrait se stabiliser en 2022 et atteindre un niveau comparable à 2019 (étant précisé que la société Team Turbo Machines, dans le périmètre en 2019, a été vendue en 2021).

De 2022 à 2026, la croissance est estimée continue, avec un taux moyen annuel d'environ 1,6%, soit légèrement supérieur aux prévisions de croissance réelle pour la France sur la même période (1,4%, source : FMI).

Cette croissance est comparable sur les pôles Service et Environnement et Ferroviaire et Aéronautique, le mix d'activité entre ces deux Pôle étant estimé constant sur l'horizon explicite du plan d'affaires (80% Ferroviaire et Aéronautique, 20% Service et Environnement, égal au mix constaté en 2021 après retraitement des flux Team Turbo Machines).

*In fine*, le chiffre d'affaires sur la dernière année du plan s'établit entre 91 M€ et 92 M€.

Evolution des marges

Une part importante des charges d'exploitation étant fixes, et la structure de coût n'étant pas amenée à changer dans le futur, l'augmentation constante du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan entraîne mécaniquement une amélioration des marges attendues entre 2022 et 2026.

Le taux de marge d'EBITDA budgété dès 2022 est estimé légèrement supérieur à celui de 2019 (lui-même à 7,6%), et en augmentation constante pour atteindre plus de 8,0% en 2026. Pour mémoire, le taux de marge d'EBITDA moyen sur les trois exercices pré-crise sanitaire (2017 à 2019) s'établissait à environ 6,9%.

Les dotations aux amortissements annuelles ont été estimées stables autour de 1,4 M€ sur l'horizon explicite du plan d'affaires. Ce niveau est inférieur à celui des dotations mesurées en moyenne historique pre IFRS 16 (1,7 M€ entre 2015 et 2018), mais est proche du niveau moyen d'investissement réalisé sur les cinq derniers exercices, hors acquisition externe et droits d'utilisation. Les dotations représentent ainsi près de 1,6% du chiffre d'affaires en moyenne sur le plan.

En conséquence, le taux de marge d'EBIT, qui devrait se situer à 6,0% sur l'exercice 2022, devrait augmenter sur les années suivantes pour s'établir à plus de 6,6% en fin de plan.

#### Evolution des investissements et du besoin en fonds de roulement

Sur l'horizon du plan d'affaires, les investissements s'élèvent à près de 6,8 M€, soit 1,4 M€ par an.

Ils ont été estimés égaux aux dotations aux amortissements, traduisant le fait qu'ils représentent uniquement le remplacement de l'outil productif existant, sans tenir compte d'une éventuelle inflation des coûts dans le futur<sup>10</sup>.

Le besoin en fonds de roulement en rapport au chiffre d'affaires a été estimé très proche de son niveau de fin 2021 (autour de 34%), reflétant le fait que le BFR a globalement augmenté sur les dernières années du fait (i) de la part croissante du Pôle Ferroviaire et Aéronautique dans le mix d'activité et (ii) de la volonté de stocker plus de matière première pour limiter l'effet d'éventuelles pénuries.

#### c) Taux d'impôt sur les sociétés

Nous reflétons sur l'horizon du plan d'affaires le dernier taux d'impôt connu pour les exercices ouvert à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2022, augmenté de la contribution additionnelle, soit 25,83%.

#### d) Hypothèses normatives et Valeur Terminale

Le flux normatif a ainsi été construit à l'horizon du plan d'affaires (2026) à partir des hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires : égal à la dernière année du plan d'affaires, augmenté de la croissance à long terme (1,4%, cf. *supra*) ;
- Taux de marge d'EBITDA : estimé à 8,0%, soit un niveau égal à celui des trois derniers exercices du plan ;

---

<sup>10</sup> L'éventuelle prise en compte de cette inflation aurait eu pour effet de diminuer légèrement la valeur obtenue par la méthode DCF.

- Dotations aux amortissements : égales aux dotations et au niveau d'investissement annuel estimées sur l'horizon explicite du plan d'affaires (1,35 M€) ;
- Investissements : niveau normatif estimé à 1,4 M€, déterminé de manière à ce que le taux de croissance des immobilisations corporelles nettes induit par le flux normatif soit équivalent au taux de croissance à long terme normatif estimé à 1,4% (en cohérence avec le taux d'inflation projeté en France pour 2026<sup>11</sup>)
- Variation du besoin en fonds de roulement en pourcentage de la variation du chiffre d'affaires : taux moyen mesuré sur la période 2021 à 2026, soit 33,7% ;

Taux d'impôt sur les sociétés : taux applicable pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2022 augmenté de la contribution additionnelle, soit 25,83%.

La valeur du Groupe fin 2030-31 a ensuite été déterminée à partir du taux de croissance à l'infini de 1,4% (correspondant au taux d'inflation estimé pour la France à long terme, cf. *supra*).

## **2.4 Estimation du taux d'actualisation**

### **2.4.1. Principe de détermination du taux**

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Nous avons retenu une structure financière sans endettement. Nous avons en effet considéré une absence de valeur significative attachée à la déduction fiscale des intérêts (qui sont faibles). Nous rappelons par ailleurs que l'impact de la dette financière sur le taux de rentabilité attendu de l'actif économique compte tenu de son risque peut être considéré au cas présent d'autant plus marginal que l'effet positif (baisse du Coût Moyen Pondéré du Capital) généré par la déductibilité des intérêts financiers est notamment compensé par les coûts directs et indirects liés à l'endettement et à la probabilité de faillite.

---

<sup>11</sup> Source : Perspectives de l'économie mondiale, Fonds Monétaire International, mai 2021.

Le taux d'actualisation retenu correspond donc au coût des fonds propres à dette nulle qui a été déterminé à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$
---

Avec :

$K_{FP}$	<i>Coût des fonds propres</i>
$R_f$	<i>Taux sans risque</i>
$\beta$	<i>Bêta des actions du Groupe (en l'absence d'endettement)</i>
Prime de risque moyenne du marché	<i>Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque</i>
Prime de risque éventuelle	<i>Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille et / ou à une prime de risque pays</i>

#### 2.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut.

Nous avons retenu un taux sans risque égal à la moyenne 1 mois des obligations d'Etat françaises d'une maturité de 20 ans. Ce taux s'établit à **1,77%** au 16 mai 2022.

#### 2.4.3. Bêta

Compte tenu de la liquidité très limitée de l'action Hiolle Industries (cf. **IV.4.1**), son bêta historique n'a pas été retenu dans nos analyses.

Nous avons estimé le bêta actif (i.e. corrigé de la dette) sur la base des sociétés sélectionnées pour constituer notre échantillon de comparables dont l'activité repose sur la production de matériel électrique (cf. **IV.3.2**).

Il a été estimé à partir des données hebdomadaires sur un horizon de deux ans des sociétés comparables pour lesquelles le coefficient de détermination ( $R^2$ ) est supérieur à 10%<sup>12</sup>.

Nous aboutissons ainsi à un bêta actif de 0,74, arrondi à **0,75**.

---

<sup>12</sup> Soit les sociétés Aq Group, Nexans, Reka Industrial, Prysmian et Gerard Perrier Industrie. Si certaines de ces sociétés n'ont pas été retenues pour l'application de la méthode des multiples (principalement compte tenu de leur taille), nous estimons en revanche que leur Bêta, dépendant pour l'essentiel du secteur d'activité, reste pertinent.

A titre indicatif, le beta actif (« *unlevered beta corrected for cash* ») calculé par le professeur Damodaran pour le secteur « *Machinery* » en Europe (comprenant notamment Hiolle Industries) s'élève en janvier 2022 à 1,09, soit à un niveau très supérieur à celui que nous retenons pour nos analyses. Le bêta actif du secteur « *Construction supplies* » en Europe (comprenant notamment Alstom) s'élève quant à lui à 0,95.

Indépendamment des calculs conduits et des références consultées, ce bêta désendetté de 0,75 nous paraît pertinent dans la mesure où le Groupe (i) suit les tendances générales de l'industrie, avec une bonne visibilité sur son carnet de commandes et (ii) présente un levier opérationnel historique relativement contenu.

#### 2.4.4. Prime de risque marché

La prime de risque de marché peut être estimée à l'aide de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons analysé chacune des références susmentionnées. Sorgem Evaluation suit régulièrement ces indicateurs et estime la prime de risque du marché Action en conséquence.

A la Date d'Evaluation, sur la base en particulier de notre analyse des primes de risque calculées en prenant en compte à la fois les primes calculées sur une base historique du rendement des actions et des obligations (permettant de prendre en considération des perspectives de long-terme) et des primes prospectives estimées à partir des valeurs boursières et des consensus, nous avons estimé la prime de risque du marché Actions applicable dans nos méthodes d'actualisation des flux de trésorerie à **6,50%**.

Cette prime de risque du marché Actions s'applique à des sociétés considérées comme des « *Mid Cap* » (sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 3,3 Md\$ et 16,7 Md\$)<sup>13</sup>.

#### 2.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques montrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par le MEDAF<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> « *2021 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital* » – Duff & Phelps.

<sup>14</sup> Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le taux de rendement requis des fonds propres d'une entreprise de petite taille est supérieur à celui d'une entreprise de grande taille. Tout d'abord, compte tenu de

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps aboutit à une estimation de la prime de taille de **4,2%**<sup>15</sup>.

Au cas d'espèce, l'application d'une telle prime nous paraît opérationnellement justifiée dans la mesure où une taille significative permet notamment de diminuer le risque de déréférencement par des grands donneurs d'ordre dans le cadre de la politique de gestion du risque de dépendance de leurs fournisseurs.

#### 2.4.6. Taux d'actualisation retenu

Nous obtenons un taux d'actualisation de **10,75%**<sup>16</sup> pour Hiolle Industries, qui correspond à notre estimation d'un coût des fonds propres à dette nulle à la Date d'Evaluation. Nous avons procédé à une analyse de sensibilité à ce paramètre.

---

manque de transactions sur les actions des sociétés de petite taille, le bêta calculé sur la base des méthodes économétriques usuelles sous-estime le bêta réel (Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Bêtas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol. 23, 1997). Par ailleurs, les actionnaires des sociétés de petite taille supportent des coûts de liquidité (Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986) et un risque de liquidité plus importants (par exemple, Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005). Enfin, les coûts d'accès à l'information ne peuvent être amortis que sur des montants investis plus limités (Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

<sup>15</sup> Source : « 2021 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » – Duff & Phelps – Prime moyenne associée aux entreprises du 10<sup>ème</sup> décile de taille (capitalisation boursière comprise entre 10,6 M\$ et 289,0 M\$), diminuée de la prime *Mid Cap*.

<sup>16</sup>  $1,77\% + 0,75 \times 6,50\% + 4,2\% = 10,85\%$  arrondi à 10,75%.

## 2.5 Conclusion sur la valeur

Nos travaux font ressortir à partir des analyses de sensibilité au taux d'actualisation (+/- 0,50%) et à la croissance perpétuelle (+/- 0,25%) une Valeur d'Entreprise du Groupe comprise dans une fourchette allant de **42,43 M€** à **48,38 M€**, avec une valeur centrale de **45,17 M€**.

Sensibilité de la Valeur d'Entreprise aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini (M€)

		Taux d'actualisation				
		9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%
Taux de croissance	0,9%	48,21	45,85	43,73	41,81	40,07
	1,2%	49,12	46,65	44,43	<b>42,43</b>	40,63
	1,4%	50,08	47,49	<b>45,17</b>	43,09	41,21
	1,7%	51,11	<b>48,38</b>	45,96	43,79	41,83
	1,9%	52,20	49,33	46,79	44,52	42,47

Après prise en compte des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres, la valeur par action ressort dans une fourchette allant de **4,25 €** à **4,90 €**, avec une valeur centrale de **4,55 €**.

Sensibilité de la valeur par action aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini (€)

		Taux d'actualisation				
		9,75%	10,25%	10,75%	11,25%	11,75%
Taux de croissance	0,9%	4,88 €	4,62 €	4,39 €	4,18 €	3,99 €
	1,2%	4,98 €	4,71 €	4,47 €	<b>4,25 €</b>	4,05 €
	1,4%	5,08 €	4,80 €	<b>4,55 €</b>	4,32 €	4,11 €
	1,7%	5,19 €	<b>4,90 €</b>	4,63 €	4,40 €	4,18 €
	1,9%	5,31 €	5,00 €	4,72 €	4,47 €	4,25 €

### **3. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)**

#### **3.1 Principe et application au cas d'espèce**

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Compte tenu des spécificités de Hiolle Industries (diversité des métiers proposés, des secteurs desservis, etc.), nous n'avons pas identifié de sociétés cotées comparables en termes d'activité, de marges et de croissance et dont le cours de bourse représente une liquidité suffisante pour être retenu en tant que référence pertinente.

Nous avons tout de même réalisé une analyse, à titre indicatif, en réalisant une recherche de sociétés cotées sur la base de critères sectoriels, de marge et d'activités :

- sociétés offrant un support à différentes industries et évoluant sur le secteur de la production d'équipements électriques, l'activité principale de Hiolle Industries étant liée à la fabrication à façon de câbles pour les secteurs ferroviaire et aéronautique ;
- dont le siège social se situe dans un pays faisant partie des économies avancées en Europe ;
- dont la marge d'EBIT 2021 est comprise entre 3% et 12%, afin d'éliminer les sociétés dont les marges s'éloignent trop de celles de Hiolle Industries.



### 3.2 Présentation des sociétés identifiées et retenues pour l'analyse indicative

Nous avons identifié les sociétés suivantes sur la base des critères mentionnés *supra* :

Nom	Pays	Capitalisation boursière (M€)	Marge EBIT 2022 (M€)	Description
Reka Industrial Oyj	Finlande	21	3,6%	Reka Industrial Oyj est une entreprise industrielle qui conçoit et fabrique des produits et des solutions de câbles, et fournit des solutions d'électrification et de transfert de données.
Gerard Perrier Industrie	France	373	9,9%	Gerard Perrier Industrie S.A. conçoit, fabrique, installe et maintient des équipements électriques et électroniques pour les machines industrielles et les processus automatisés.
Volex PLC	Royaume Uni	475	8,9%	Volex PLC produit des solutions d'interconnexion et des produits électriques pour le secteur des télécommunications, datacoms/centres de données, industrie, consommation et santé. La société offre des câbles d'interconnexion, y compris fibre optique, cuivre, fréquence radio (FR) et de norme industrielle ainsi que de nombreux produits électriques.
Arteche Lantegi Elkarte SA	Espagne	161	7,6%	Arteche Lantegi Elkarte SA fabrique et fournit des équipements pour l'industrie de l'énergie. La société propose des transformateurs haute, moyenne et basse tension, des relais auxiliaires, des blocs d'essai d'injection secondaire et des dispositifs de contrôle et d'automatisation.
Phoenix Mecano Ag-Br	Suisse	357	6,1%	Phoenix Mecano AG fabrique et vend des boîtiers, composants électromécaniques et composants mécaniques, y.c. housses de protection pour du matériel électronique et autres machines, terminaux et systèmes de connexion, tableaux de bord pour contrôles d'exploitation, commutateurs-codeurs à clé jumelée, systèmes de connexion modulaires et actionneurs (vérins).
Aq Group Ab	Suède	482	nc.	Aq Group AB développe et fabrique des produits pour l'automatisation industrielle. Sa gamme de produits inclut composants magnétiques, transformateurs, composants d'induction, pièces de direction et systèmes personnalisés. Aq vend et commercialise ses produits dans le monde entier.
Nexans Sa	France	3 571	5,7%	Nexans fabrique des câbles. Elle propose des fils (rigides et flexibles), des tiges, des interrupteurs, des connecteurs ainsi que du matériel conducteur, des outils et des pièces de rechange. Elle sert plusieurs secteurs dans le monde entier, y.c. construction, nucléaire, mines, énergie et télécom.
Prysmian Spa	Italie	7 982	5,2%	Prysmian S.p.A. développe, conçoit, fabrique, distribue et installe une vaste gamme de câbles pour des applications dans les secteurs de l'énergie et des télécommunications. Elle propose de la transmission sous-marine, des systèmes de surveillance d'actifs, des composants de réseaux et des fibres optiques.

Source : Bloomberg, données au 16 mai 2022, cours de bourse moyen sur 1 mois

Sur cet échantillon, les sociétés suivantes n'ont pas été retenues in fine :

- Nexans et Prysmian, dont la taille est significativement supérieure (i) à celle de Hiolle Industries et (ii) à celle des autres sociétés de l'échantillon.
- Aq Group Ab, pour laquelle aucun agrégat prospectif n'est estimé car la valeur n'est pas suivie par des analystes.

#### Principales projections financières des sociétés retenues

Société	Croissance		Marge EBITDA		Marge EBIT	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Reka Industrial Oyj	+17,7%	(7,0%)	6,1%	5,4%	3,6%	3,2%
Gerard Perrier Industrie	+14,4%	+7,9%	11,0%	11,4%	9,9%	10,2%
Volex PLC	+14,1%	+7,7%	10,0%	10,3%	8,9%	9,0%
Arteche Lantegi Elkartea SA	+8,0%	+3,1%	12,0%	13,4%	7,6%	8,6%
Phoenix Mecano Ag-Br	+28,4%	+4,2%	8,6%	8,6%	6,1%	6,5%

Sources : Bloomberg au 16 mai 2022, Rapports annuels des sociétés, analyses Sorgem ;

Note : Agrégats retraités des effets de la norme IFRS 16.

Il ressort de cette analyse que les sociétés retenues :

- prévoient des taux de croissance moyens supérieurs à ceux de Hiolle Industries ;
- présentent des taux de marge moyens projetés légèrement supérieurs à ceux de Hiolle Industries ;
- sont de taille significativement supérieure au Groupe (la médiane des capitalisations boursières est près de dix fois supérieure à la valeur des capitaux propres obtenue par la méthode DCF).

Ce différentiel de taille nous a conduits à retenir une décote sur les multiples appliqués (cf. *infra*).

### 3.3 Présentation des multiples retenus

Les impacts forts et inégaux de la crise sanitaire sur les agrégats 2020 et 2021 nous ont conduit à privilégier les multiples calculés sur les agrégats prospectifs des sociétés retenues.

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBIT et VE / EBITDA 2023 des comparables, étant noté que le rapport dotations aux amortissements / chiffre d'affaires médian des sociétés retenues est comparable à celui de Hiolle Industries sur l'exercice considéré.

Les multiples des comparables boursiers sont présentés ci-après.

#### Multiples boursiers 2022 et 2023 des sociétés retenues

Société	xEBITDA		xEBIT	
	2022	2023	2022	2023
Reka Industrial Oyj	3,9x	4,7x	6,6x	8,1x
Gerard Perrier Industrie	12,0x	10,7x	13,3x	12,0x
Volex PLC	7,5x	6,8x	8,4x	7,7x
Arteche Lantegi Elkarte SA	6,3x	5,5x	10,0x	8,5x
Phoenix Mecano Ag-Br	6,0x	5,8x	8,5x	7,6x
<b>Moyenne</b>	<b>7,1x</b>	<b>6,7x</b>	<b>9,4x</b>	<b>8,8x</b>

Sources : Bloomberg, analyses Sorgem Evaluation.

Notes :

- Agrégats retraités des effets de la norme IFRS 16 ;
- Capitalisations boursières calculées à partir d'une moyenne sur un mois du prix de l'action au 16 mai 2022.

Compte tenu du différentiel de taille entre Hiolle Industries et les sociétés présentées, nous avons retenu une décote de taille **15%**<sup>17</sup> sur les multiples, portant les multiples 2023 à 5,7x EBITDA et 7,5x EBIT.

A titre indicatif, le Prix d'Offre fait ressortir un multiple de 6,7x l'EBITDA et 8,3x l'EBIT attendus pour 2023.

Enfin, nous avons appliqués les multiples aux agrégats 2023 du plan d'affaires de Hiolle Industries retenus dans l'approche de l'actualisation des flux de trésorerie.

<sup>17</sup> Nous indiquons que la prise en compte du rapport de capitalisation boursière entre Hiolle Industries et la moyenne de celle des comparables (proche de 10%) ferait ressortir une décote d'environ 16% (source : Travaux E-E. Grena, *Revue de la Société Française des Analystes Financiers*, 4<sup>ème</sup> trimestre 2002). Ce niveau de décote peut par ailleurs être considéré comme prudent, de nombreuses publications faisant état de niveaux plus élevés.

### **3.4 Conclusion sur la valeur**

L'application des multiples à l'EBITDA et l'EBIT 2023 du Groupe conduit à une Valeur d'Entreprise de Hiolle Industries de respectivement **39,6 M€** et **41,7 M€**, soit une valeur des fonds propres comprise entre **36,1 M€** et **38,2 M€**, et une valeur par action comprise entre **3,94 €** et **4,17 €**.

Nous retenons une valeur centrale de **4,05 €** par action, soit la moyenne de ces deux valeurs.

#### 4. Référence de valeur : Cours de bourse (à titre indicatif)

Introduit en 2000 à la bourse de Paris, le Groupe Hiolle Industries est aujourd'hui coté sur le Euronext Growth Paris. A la date du dépôt du projet d'Offre, le flottant du Groupe est de 11,86% du capital<sup>18</sup>.

La référence au cours de bourse est présentée à titre indicatif en raison de la liquidité très limitée du titre (*cf. infra*).

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse du Groupe sur deux périodes :

- une première période sur les 24 mois qui précèdent l'annonce de l'Offre, soit du 4 mai 2020 au 3 mai 2022 ;
- une seconde période postérieure à cette annonce, comprise entre le 3 mai 2022 et le 31 mai 2022.

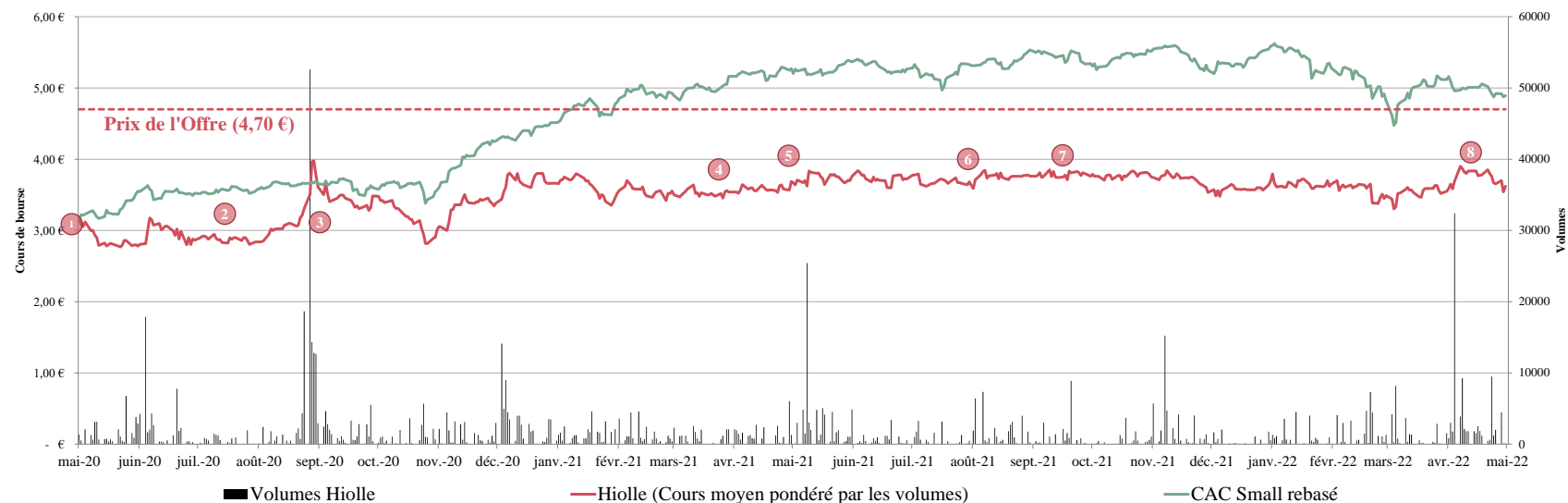
##### 4.1 Référence au cours de bourse jusqu'au 3 mai 2022, avant l'annonce de l'Offre

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de l'action du Groupe, ainsi que les volumes échangés et les évènements majeurs ayant pu influencer sur le cours de bourse des deux dernières années, du 4 mai 2020 au 3 mai 2022, date à laquelle est observé le dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Offre.

---

<sup>18</sup> Projet de note d'information.

### Evolution du cours de bourse (en €) du Groupe sur deux ans jusqu'au 3 mai 2022 (comparé au CAC Small)



Légende	Date	Evènement
1	28/05/2020	Publication du chiffre d'affaires du 1er trimestre 2020 : en pleine pandémie Covid 19, le Groupe publie un chiffre d'affaires de 18,1M€, en retrait de près de 10 % par rapport au 1er trimestre 2019.
2	06/08/2020	Publication du chiffre d'affaires du 1 <sup>er</sup> semestre 2020 : le Groupe présente un chiffre d'affaires de 34,6 M€, en baisse de 19,8 %.
3	30/09/2020	Publication des résultats semestriels de 2020 : malgré une baisse prononcée du chiffre d'affaires, le Groupe Hiolle Industries publie un résultat net positif.
4	15/04/2021	Publication des résultats annuels 2020 : malgré une baisse du chiffre d'affaires de 13 % liée à la crise sanitaire, le groupe affiche un résultat net équilibré.
5	12/05/2021	Publication du 1 <sup>er</sup> trimestre 2021 : le Groupe affiche une croissance de plus de 20 % du chiffre d'affaires (21,8M€).
6	09/08/2021	Annnonce de la cession de Team Turbo Machines (TTM), filiale spécialisée dans la maintenance de turbo-alternateurs, au groupe italien Fincantieri.
7	24/09/2021	Publication du rapport semestriel 2021 : le Groupe présente une croissance du CA de 33% et un résultat net supérieur à 1,5M€.
8	07/04/2022	Publication du rapport annuel 2021, au-delà des objectifs fixés. Avec un résultat net de 5,3 M€, le Groupe affiche une rentabilité nette de près de 6 %.

Source : Bloomberg et Société

Le graphique met en évidence deux phases d'évolution du cours de bourse du Groupe sur la période :

- de mai 2020 à septembre 2020, le cours de Hiolle Industries réagit fortement aux publications de résultats du groupe, autant à la hausse qu'à la baisse ;
- cette période est suivie d'une phase de stabilisation du cours de Bourse des actions Hiolle Industries. Ainsi, après une évolution semblable à son marché, le cours de la Société s'est stabilisé dès décembre 2020 autour de 3,60€. Les différentes publications financières ont été bien accueillies, mais avec des impacts limités sur le cours de l'action.

Le tableau ci-après donne de plus amples indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes, jusqu'au 3 mai 2022. On y observe un volume moyen faible ; la rotation du flottant est en effet limitée avec 34,8% sur 12 mois soit seulement 4,1% du capital total échangé.

Compte tenu de cette faible liquidité, la référence au cours de bourse n'est présentée que de manière indicative.

### Analyse du cours de bourse du Groupe sur deux ans jusqu'au 3 mai 2022

A la date d'annonce de l'Offre	Spot*	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois	24 mois
<b>Cours moyen pondéré par les volumes (€)</b>	<b>3,62</b>	<b>3,79</b>	<b>3,67</b>	<b>3,68</b>	<b>3,71</b>	<b>3,53</b>
<i>Prime/(Décote) induite par le prix d'offre</i>	29,8%	23,9%	27,9%	27,6%	26,8%	33,3%
Cours le plus haut (€)	-	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90
Cours le plus bas (€)	-	3,54	3,3013	3,3013	3,3013	2,7159
Volume moyen quotidien	-	4 106	2 309	1 702	1 500	1 678
Volume cumulé	-	82 113	140 853	216 154	388 442	865 651
Nb de jours avec échanges	-	20	61	127	259	516
Nb de jours de bourse	-	20	61	127	259	516
Rotation du flottant (Volumes cumulés / flottant)	-	7,35%	12,60%	19,34%	34,75%	77,45%

Source : Bloomberg au 3 mai 2022.

Note : Cours pondérés par les volumes, retraités des versements de dividendes.

\*Le spot correspond au cours de clôture au 3 mai 2022.

**Le Prix d'Offre de 4,70 € par action Hiolle Industries extériorise :**

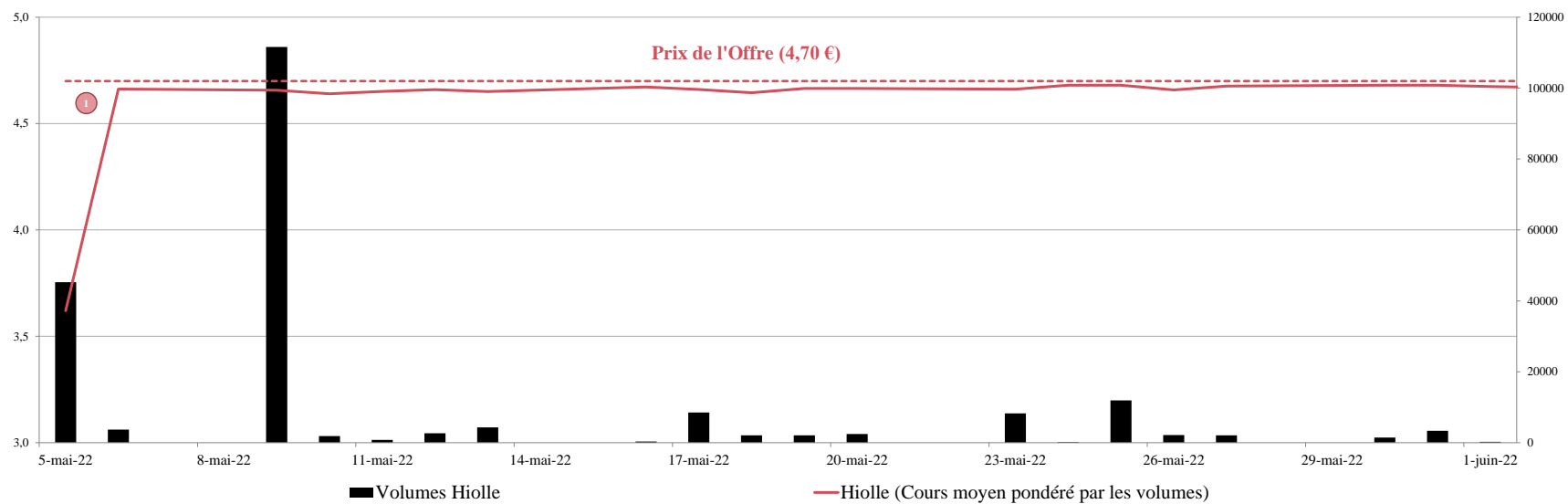
- **une prime de +29,8% par rapport au cours de clôture du 3 mai 2022, soit le dernier cours observé avant l'annonce d'Offre ;**
- **une prime comprise entre +23,9% et + 33,3% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur le mois (3,79 €) et les vingt-quatre mois (3,53 €) précédent l'annonce de l'Offre.**

#### **4.2 Evolution du cours de bourse depuis le 3 mai 2022**

Après l'annonce de l'Offre, le cours s'est établi entre 4,64€ et 4,68€, soit un niveau légèrement inférieur au Prix d'Offre.



### Evolution du cours de bourse (en €) du Groupe depuis le 3 mai 2022



Légende	Date	Evènement
1	05/04/2022	Premier jour de Bourse après l'annonce de l'OPA

Source : Bloomberg et Société

## V. ACCORD CONNEXE A L'OFFRE

Le projet de note d'information du 4 mai 2022 indique que l'Initiateur n'a pas connaissance d'un quelconque accord et n'est pas partie à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

En particulier, il n'existe pas d'engagement d'apport ou de non-apport à l'Offre.

## VI. SYNERGIES LIEES A L'OFFRE ET CONSEQUENCES DE L'OPERATION

Il nous a été indiqué qu'aucune synergie n'est attendue de l'Opération, en dehors de l'économie des coûts de cotation liée au Retrait Obligatoire et à la radiation des actions du marché.

Selon le Management, ceux-ci représenteraient environ 70 K€ par an, ce qui représente une économie de coûts à l'infini d'environ 0,6 M€ selon nos estimations<sup>19</sup>, soit un équivalent de 0,06 € par action.

---

<sup>19</sup> Considérant une évolution de ces coûts de 1,4% par an, un taux d'impôt de 25,83% et un taux d'actualisation égal au coût du capital.

## VII. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

### 1. Méthodes et références retenues

Sodica ECM, entité du groupe Crédit Agricole agissant pour le compte de LCL (ci-après l'« Établissement Présentateur »), retient comme nous l'avons fait la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF).

Il ne retient pas la méthode des comparables boursiers (il fournit des indications à ce titre, mais ne retient pas cette méthode, les comparables cotés identifiés par l'Établissement Présentateur lui apparaissant trop éloignés en termes de comparabilité avec Hiolle Industries). Nous sommes également d'avis qu'il est difficile d'identifier des sociétés comparables cotées à Hiolle Industries. Nous avons opté pour un mode de sélection des sociétés comparables cotées spécifique (les sociétés comparables retenues n'évoluant pas nécessairement dans le même secteur d'activité) et avons présenté les résultats obtenus de manière indicative (cf. **IV.3**)

L'Établissement Présentateur retient en revanche (à titre indicatif) la méthode des comparables transactionnels, que nous avons rejetée (cf. **IV.1.1**).

Sodica ECM présente également, comme nous l'avons fait, la référence au cours de bourse.

### 2. Méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par l'Établissement Présentateur conduit à une valeur centrale par action de 4,01 €, contre une valeur centrale de 4,55 € dans nos travaux.

Cet écart de -0,54 € par action (-13,5%) s'explique principalement par :

- un taux d'actualisation supérieur au nôtre (11,50% contre 10,75%), ayant un impact d'environ -0,33€ (-7,3%) ;
- des différences dans les estimations de variations de BFR sur les deux premières années du plan d'affaires, ayant un impact d'environ -0,26€ (-5,7%).

Les écarts résiduels proviennent de différences mineures ayant des impacts se compensant entre eux : taux d'imposition retenu (25,0% pour Sodica contre 25,8% Sorgem), Capex en flux normatif (1,35 M€ contre 1,40 M€), et la prise en compte par

Sodica des « autres provisions » dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres, que nous avons considérés en BFR dans nos analyses.

### **3. Analyse du cours de bourse**

Sodica ECM retient la référence au cours de bourse à titre principal tandis que nous retenons cette référence à titre indicatif.

L'analyse du cours de bourse de l'Établissement Présentateur est similaire à la nôtre, avec néanmoins des périodes supplémentaires chez l'Établissement Présentateur<sup>20</sup>.

---

<sup>20</sup> Cours Spot, moyennes 1, 3, 6 et 12 mois, moyennes des 60, 120 et 180 derniers jours avec échange chez Sodica contre des moyennes 1 et 6 mois pour Sorgem.

## **VIII. REPONSE AUX EVENTUELS COURRIERS REÇUS D'ACTIONNAIRES**

Nous n'avons reçu aucun courrier ou demande d'actionnaires minoritaires.

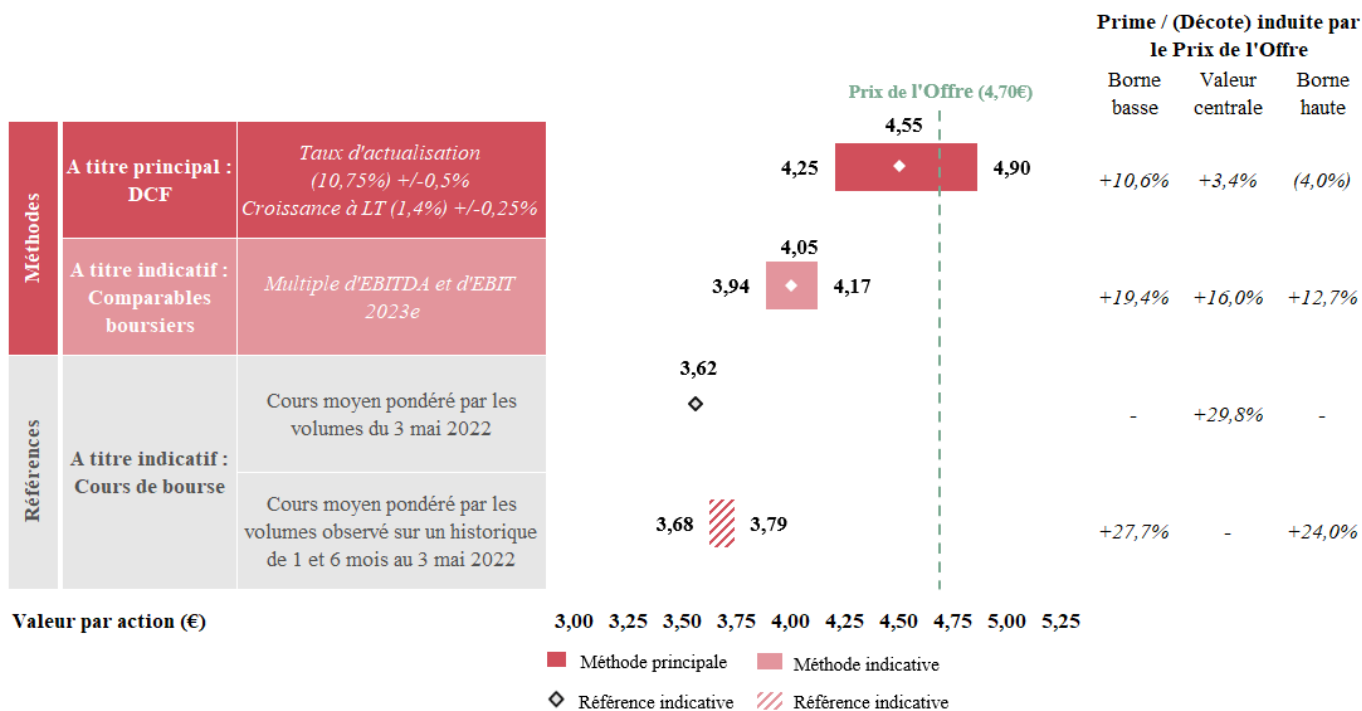
## IX. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Nous avons été désignés le 4 mai 2022 par le Comité Ad Hoc mis en place par le Conseil de surveillance le 7 avril 2022 de Hiolle Industries en application de l'article 261-1 I et 261-1 II du Règlement général de l'AMF.

Au regard du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur et de ses intentions annoncées vis-à-vis du Groupe, notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- l'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée. Ses actions non apportées seront en revanche nécessairement transférées à l'Initiateur dans le cadre d'une procédure de retrait obligatoire (RO), si les conditions de son lancement sont réunies ;
- il n'existe pas d'accord connexe à l'Offre (article 261-1 du RG-AMF, 4<sup>ème</sup> alinéa). En particulier, il n'existe pas d'engagement d'apport ou de non-apport à l'Offre ;
- aucune synergie n'est attendue de l'Opération, en dehors de l'économie des coûts de cotation si un retrait de cote a lieu.

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation de Hiolle Industries est présentée ci-dessous (en € / action).



Ainsi, le prix d'Offre de 4,70 € :

- est supérieur de 3% à la valeur centrale de notre analyse DCF (4,55 €) menée à titre principal ;
- est supérieur de 16% à la valeur centrale ressortant de notre analyse des comparables boursiers, présentée à titre indicatif ;
- est supérieur de 24% à 30% aux références de cours de bourse présentées à titre indicatif.

**Dans ces conditions, nous considérons que les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée, suivie d'une procédure de retrait obligatoire si les conditions le permettent, sont équitables pour les actionnaires du Groupe.**

Fait à Paris, le 3 juin 2022,

Pour Sorgem Evaluation



Thomas HACHETTE  
Associé  
SORGEM EVALUATION

## Annexes

### 1. Programme de travail

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de l'Offre et des éléments présentés dans le projet de note d'information ;
- Analyse de l'information publique disponible sur le Groupe, et notamment l'information financière (documents de référence depuis 2018, comptes semestriels, etc.) ;
- Recherche et analyse d'études sur les marchés dans lesquels intervient le Groupe ;
- Analyse financière à partir des comptes consolidés des 3 derniers exercices ;
- Entretiens avec le Groupe sur les points suivants :
  - > description des activités du Groupe, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
  - > présentation et explication de la performance historique ;
  - > présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses sous-jacentes.
- Mise en œuvre de l'évaluation des actions le Groupe à travers :
  - > la méthode DCF à titre principal (analyse du plan d'affaires, détermination des paramètres d'évaluation – taux d'actualisation, flux normatif, croissance à long-terme, passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des Fonds Propres) ;
  - > la méthode des comparables boursiers à titre indicatif (choix de l'échantillon, analyse de la croissance et des marges, calcul des multiples, analyse des résultats) ;
  - > l'analyse du cours de bourse.
- Analyse des transactions intervenues historiquement sur le capital de sociétés du secteur ;
- Analyse du rapport d'évaluation établi par l'Etablissement Présentateur et échanges sur ce rapport ;



- Obtention des lettres d'affirmation (Groupe et Initiateur) ;
- Rédaction d'un projet de rapport d'expertise indépendante ;
- Revue indépendante.

## **2. Liste des personnes rencontrées ou contactées**

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nous avons été amenés à échanger avec les personnes suivantes :

### **Groupe Hiolle Industries**

Véronique HIOLLE : Présidente du Directoire

Anthony BUTTICE : Responsable Administratif et Financier Groupe

Jean-Marie DUVIVIER : Président du Comité Ad Hoc et Membre du Conseil de Surveillance

Jean-Yves BACON : Membre du Comité Ad Hoc et du Conseil de Surveillance

### **Sodica ECM (Etablissement Présentateur)**

Pascal RENAULT : Directeur d'Affaires

Johann NAVARRO : Directeur de Mission

### 3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Comptes Groupe	Groupe
Données de gestion (CA par clients, industries, etc.)	Groupe
Analyses de marché	Initiateur, sites internet, Xerfi
Données de marché (cours de bourse, consensus, etc.)	Bloomberg
Informations financières des sociétés comparables	Bloomberg, sociétés
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas, etc.)	Bloomberg
Information sur les transactions du secteur	MergerMarket
Plan d'affaires	Groupe, Initiateur
Rapport d'évaluation de l'Etablissement Présentateur	Etablissement Présentateur
Projet de note d'information	Initiateur
Lettres d'affirmation	Groupe

---

### 4. Calendrier de la mission

- Premiers échanges dans le cadre de la réponse à l'appel d'offres pour la réalisation d'une mission d'expertise indépendante au cours du mois d'avril 2022.
- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le Comité Ad Hoc : 4 mai 2022.
- Etablissement d'une lettre de mission : 4 mai 2022.
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse, échanges avec le Groupe et l'Etablissement Présentateur et rédaction du projet de rapport : du 15 avril (première réception documents du Groupe) au 2 juin 2022.
- Obtention de lettres d'affirmation (2 juin 2022) et remise de la version finale de notre rapport (3 juin 2022).

### 5. Rémunération

Le montant des honoraires facturés à date par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 60 000 euros hors taxes, représentant environ 230 heures de travail.

## 6. Lettre de mission



SORGEM EVALUATION  
A l'attention de Monsieur Thomas Hachette  
11, rue Leroux  
75116 Paris

**Objet : Désignation de l'expert indépendant – Projet d'offre publique d'achat simplifiée, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire, sur les actions Hiolle Industries (la « Société ») initiée par la société Hiolle Développement, faisant partie du groupe familial Hiolle**

Monsieur,

Dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée avec retrait obligatoire qui a été déposé le 4 mai 2022 par notre actionnaire majoritaire Hiolle Développement, qui détient à la date du dépôt avec d'autres membres du groupe familial Hiolle 80,01% des actions et 86,93% des droits de vote théoriques de la Société, le conseil de surveillance de Hiolle Industries a l'obligation de désigner un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre en application de l'article 261-1 I, 1° et II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

A cette fin, le conseil de surveillance de Hiolle Industries a constitué en date du 7 avril 2022 un Comité *ad hoc* ayant pour mission d'effectuer des recommandations sur le choix d'un expert indépendant, et d'assurer le suivi de ses travaux.

Le Comité *ad hoc* a recommandé votre cabinet lors du conseil de surveillance du 4 mai 2022, sur la base de votre proposition de service détaillée. Le conseil de surveillance a suivi cette recommandation vous désignant en qualité d'expert indépendant justifiant la remise de cette lettre de mission, aux fins :

- d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée ; et
- de se prononcer sur le caractère équitable de l'indemnisation des actionnaires minoritaires dans le cadre du retrait obligatoire, le cas échéant.

Les termes et conditions de votre mission seront conformes à ceux figurant dans votre proposition annexée aux présentes et acceptée par le conseil de surveillance de la Société lors de sa réunion du 4 mai 2022.

Par ailleurs, nous vous confirmons ne pas avoir identifié de situation de conflit d'intérêts au sens de l'article I de l'instruction AMF 2006-08 et prenons acte qu'il en est de même de votre côté.

Nous vous prions d'agréer, Monsieur, l'expression de notre considération distinguée.

Hiolle Industries, représentée par  Véronique Hiolle