

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

RADIALL S.A.

INITIE PAR

HODIALL ET LES AUTRES MEMBRES DU CONCERT GATTAZ



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** ») a apposé le visé n°16-599 en date du 22 décembre 2016 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par Radiall S.A. et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

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

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et du groupe Radiall (www.radiall.com) et peut être obtenue sans frais au siège social de Radiall S.A. (25, rue Madeleine Vionnet - 93300 Aubervilliers).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Radiall S.A. feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
1.1	PRESENTATION DE L'OFFRE.....	3
1.2	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	3
1.3	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	4
1.4	PROCEDURE ET CALENDRIER DE L'OFFRE.....	4
1.4.1	<i>Procédure d'apport à l'Offre.....</i>	4
1.4.2	<i>Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....</i>	5
1.4.3	<i>Calandrier indicatif.....</i>	5
2.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	5
3.	DECISIONS ET AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	5
3.1	RAPPEL DES DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE RELATIVES A L'OFFRE	5
3.2	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	5
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE.....	6
5.	INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	7
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	7
7.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE	7
7.1	STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE	7
7.2	RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS	7
7.2.1	<i>Obligation de déclaration du franchissement de seuils</i>	7
7.2.2	<i>Transfert d'actions.....</i>	8
7.2.3	<i>Droit de vote double</i>	8
7.3	CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE	8
7.4	PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES AU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUILS OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES.....	8
7.5	LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	8
7.6	MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	8
7.7	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE.....	8
7.8	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE, DES MEMBRES DU DIRECTOIRE, AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE	8
7.8.1	<i>Nomination et remplacement des membres du Conseil de Surveillance</i>	8
7.8.2	<i>Nomination et remplacement des membres du Directoire.....</i>	9
7.8.3	<i>Modification des statuts de la Société.....</i>	9
7.9	POUVOIRS DU DIRECTOIRE, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D' ACTIONS.....	9
7.10	ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE ETANT MODIFIES OU PRENANT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE.....	10
7.11	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE, LES MEMBRES DU DIRECTOIRE OU LES PRINCIPAUX SALAIRES DE LA SOCIETE EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE.....	10
8.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	10
	ANNEXE 1 - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	11

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

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement de l'article 233-1 1° du règlement général de l'AMF relatif aux offres publiques d'acquisition réalisées selon une procédure simplifiée (« OPAS »), les membres du concert familial Gattaz (le « **Concert** » ou l'« **Initiateur** ») s'étaient irrévocablement engagés auprès de l'AMF, au travers de Hodiall, à offrir aux actionnaires minoritaires de Radiall (la « **Société** » ou « **Radiall** ») d'acquérir la totalité de leurs actions Radiall au prix initial unitaire de 240 euros.

Tel que rappelé au paragraphe 1.3 « *Rappel des principaux termes de l'Offre* », l'Initiateur a décidé le 9 décembre 2016 d'améliorer son prix d'offre à 255 euros et s'engage désormais irrévocablement à offrir ce prix aux actionnaires minoritaires de Radiall dans le cadre de l'OPAS. Cette décision fait suite à l'acceptation par Euronext Paris de la demande de radiation formulée par Radiall, ce qui a conduit celle-ci à annoncer publiquement son intention d'inscrire à l'ordre du jour de sa prochaine assemblée générale annuelle en mai 2017 le versement d'un dividende exceptionnel d'un montant de 1,30 euro par action.

Cette OPAS a été déposée par l'Initiateur à la demande de la Société, afin de remplir toutes les conditions posées par l'article P 1.4.2 des Règles de marché non harmonisées d'Euronext Paris, qui est entré en vigueur le 20 juillet 2015 et qui prévoit notamment qu'« *un Emetteur peut demander la radiation de ses Titres de capital à l'issue d'une offre publique simplifiée (« l'offre liée à la radiation »)* ».

C'est pourquoi, estimant toutefois normal de supporter elle-même la charge financière des opérations rendant possible une radiation qu'elle recherche depuis plusieurs années, la Société rachètera ensuite (au prix de 240 euros) l'ensemble des actions qui auront éventuellement été apportées à l'OPAS initiée par le Concert (l'« **Offre** » ou l'« **Offre liée à la Radiation** »), de façon à ce que l'Initiateur puisse rembourser l'emprunt bancaire qui aura servi à leur acquisition.

Ces actions seront finalement annulées dans le cadre d'une réduction de capital, conformément à l'autorisation donnée par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires de la Société en date du 12 mai 2016 (huitième résolution), entraînant ainsi un effet relatif pour l'ensemble des actionnaires de Radiall n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre liée à la Radiation.

A l'issue de l'Offre, la radiation des actions interviendra automatiquement en application de l'article 6905/1 (i) des Règles de marché harmonisées d'Euronext Paris, et ce quels que soient les résultats de l'Offre puisque les conditions préalables posées à l'article P 1.4.2 des Règles de marché non harmonisées d'Euronext Paris étaient d'ores et déjà réunies au moment où Radiall a procédé à sa demande de radiation et que celle-ci lui a été accordée le 9 décembre 2016 par l'entreprise de marché.

Euronext Paris a ainsi prévu que la radiation interviendrait dès la clôture de l'Offre, ajoutant que le transfert sur le Marché Libre (compartiment des valeurs radiées du marché réglementé) n'était pas nécessaire.

L'Offre sera réalisée dans les conditions décrites dans la note d'information établie par l'Initiateur visée par l'AMF le 22 décembre 2016 sous le numéro 16-598 en application de la décision de conformité du même jour (la « **Note d'Information** »).

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

L'Offre de l'Initiateur s'inscrit dans la continuité de la démarche engagée dès 2010 par la Société, dont les organes sociaux compétents avaient alors exprimé leur volonté de mettre un terme aux nombreuses contraintes juridiques liées à la cotation des actions de la Société, étant précisé que celle-ci a historiquement fait très peu appel au marché et n'y a jamais levé aucun fonds propres, pas même à l'occasion de son introduction en Bourse, puisque celle-ci est intervenue en 1989 à l'initiative d'un actionnaire minoritaire qui a vendu ses propres titres au public.

Ces contraintes pénalisent Radiall vis-à-vis de ses concurrents industriels dont la plupart ne sont pas cotés. Elles représentent pour la Société un coût direct et indirect d'environ 0,4 million d'euros par an. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle Radiall avait initié une OPAS sur ses propres titres en 2010 (visa AMF n°10-016 en date du 26 janvier 2010), à laquelle près de 15% de ses actionnaires avaient répondu favorablement.

L'Offre a été déposée par l'Initiateur à la demande de la Société, afin de remplir toutes les conditions posées par le nouvel article P 1.4.2 des Règles de marché non harmonisées d'Euronext Paris, aux termes duquel « *un Emetteur peut demander la radiation de ses Titres de capital à l'issue d'une offre publique simplifiée (« l'offre liée à la radiation »)* », et s'effectue conformément aux dispositions de cet article.

Elle constitue une solution de remplacement pour les actionnaires minoritaires qui utilisaient encore le marché boursier pour y trouver un semblant de liquidité résiduelle, étant rappelé que les volumes échangés sur le marché

Euronext Paris sur les douze (12) mois précédant la demande de radiation (1^{er} novembre 2015 – 31 octobre 2016) ne représentent pas plus de 0,15% de la capitalisation boursière de Radiall.

A ces actionnaires minoritaires que la radiation programmée des actions de la Société privera de cette liquidité excessivement réduite que proposait le marché boursier avant sa fermeture, l'Offre leur permettra de céder en une seule fois l'intégralité de leurs actions à un prix supérieur au cours moyen pondéré par les volumes des soixante (60) et deux-cent-cinquante (250) derniers jours de négociation précédant le dépôt du projet d'Offre.

Cette faculté de sortie au prix du marché sera maintenue pendant les trois (3) mois qui suivront la clôture de l'Offre, par l'effet de l'engagement de rachat souscrit par l'Initiateur à la demande d'Euronext Paris (voir paragraphe 1.5 de sa Note d'Information).

Aux actionnaires minoritaires qui ne souhaitent pas participer à l'Offre, sachant qu'ils n'y sont absolument pas obligés, ceux-ci bénéficieront d'un impact relatif sur le bénéfice par action de la Société dans les mêmes proportions que l'Initiateur, puisque celui-ci revendra à la Société l'ensemble des actions qui lui auront été cédées en réponse à l'Offre, afin que ces titres soient annulés dans le cadre d'une réduction de capital. Ils bénéficieront par ailleurs du versement du dividende exceptionnel de 1,30 euro par action qui sera inscrit par Radiall à l'ordre du jour de sa prochaine assemblée générale en mai 2017.

Il est important de souligner que les actionnaires minoritaires sont libres de continuer à conserver leurs actions, la radiation n'opérant aucun changement significatif sur leur situation actuelle en termes de liquidité, puisqu'en pratique le marché boursier ne propose déjà plus qu'une liquidité proche de zéro.

En outre, les actionnaires minoritaires qui auront fait le choix de conserver leurs actions bénéficieront encore de la protection que leur accorde l'article 236-1 du Règlement Général de l'AMF sous la forme d'une offre publique de retrait (OPR), puisque celui-ci s'applique aussi dans l'hypothèse où les actions d'une société « ont cessé » d'être admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris la France.

1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Oddo & Cie, agissant pour le compte de l'Initiateur et garantissant à ce titre la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF en date du 10 octobre 2016.

L'Initiateur s'était alors engagé irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires minoritaires de la Société toutes les actions de la Société qui seront apportées à l'Offre au prix unitaire de 240 euros par action, payable exclusivement en numéraire, sachant que ce prix a depuis été porté à 255 euros dans les circonstances décrites par un communiqué de presse publié le 9 décembre 2016, dont les termes sont reproduits ci-dessous :

« Le concert familial Gattaz annonce qu'il va rehausser le prix de son offre de 15 euros, celui-ci étant désormais porté à 255 euros par action.

Cette décision fait suite à l'annonce de Radiall d'inscrire à l'ordre du jour de sa prochaine assemblée générale annuelle en mai 2017 le versement d'un dividende exceptionnel d'un montant de 1,30 euro par action (Cf. Communiqué de presse relatif à la décision positive des organes compétents d'Euronext Paris quant à la demande de radiation que Radiall avait déposée le 25 novembre dernier).

Le concert familial Gattaz est en effet disposé à réinvestir la totalité de sa quote-part de dividende exceptionnel dans le cadre de l'OPAS. »

1.4 Procédure et calendrier de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation.

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans la Note d'Information.

1.4.1 Procédure d'apport à l'Offre

La procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.4 de la Note d'Information.

1.4.2 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.7 de la Note d'Information.

1.4.3 Calendrier indicatif

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.5 de la Note d'Information.

2. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 I, 1° du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance de la Société, lors de sa séance du 11 octobre 2016, avait désigné le cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, tant pour l'actionnaire qui viendrait à l'Offre que pour celui qui ne suivrait pas l'Offre.

Les conclusions de ce rapport en date du 9 décembre 2016, qui est intégralement reproduit en **Annexe 1** de la présente note en réponse, sont les suivantes :

« A l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action et de l'analyse d'ensemble de l'Offre qui n'est pas juridiquement un retrait obligatoire, nous formulons les constats suivants :

- *Le niveau de prime extériorisée par le Prix d'Offre, sur la valeur intrinsèque de l'Action, est cohérent avec la moyenne historique des primes offertes, par référence à ce critère d'évaluation, sur l'ensemble des offres publiques ; il nous paraît couvrir, pour l'actionnaire apportant ses titres à l'Offre, à la fois :*
 - *la perte de liquidité, à relativiser au regard des faibles volumes de titres Radiall SA échangés en bourse ;*
 - *la restriction des informations publiques ayant bénéficié jusqu'alors aux actionnaires minoritaires du fait de la cotation de leurs titres, par définition difficilement chiffrable ;*
 - *la rétrocession des coûts inhérents à la cotation que la Radiation permettra d'économiser.*

- *Dans un contexte de concentration du secteur de la connectique, l'évaluation analogique de l'Action par des multiples de groupes de taille plus importante que celle de Radiall, et dont le modèle économique est différent, s'avère supérieure à sa valeur intrinsèque pour des raisons que nous avons analysées et qui ne permettent pas de considérer que cette approche au cas présent soit adaptée.*

Dans les circonstances qui viennent d'être rappelées, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 255 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Radiall SA apportant leurs titres à l'Offre ; nous considérons par ailleurs que l'Offre ne préjudicie pas aux intérêts des actionnaires hors Concert désireux de conserver leurs titres, dans les conditions que nous avons précisées. »

3. DECISIONS ET AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

3.1 Rappel des décisions préalables du Conseil de Surveillance relatives à l'Offre

Le Conseil de Surveillance de la Société s'est réuni une première fois au siège social, le 11 octobre 2016, sur convocation de son Président, afin de prendre acte du projet d'Offre.

Au cours de cette réunion, le Conseil de Surveillance a désigné à l'unanimité le cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant, conformément à l'article 261-1 I, 1° du règlement général de l'AMF, en lui demandant toutefois de rendre un avis indépendant sur les conditions de l'Offre, tant pour l'actionnaire qui viendrait à l'Offre que pour celui qui ne suivrait pas l'Offre, compte tenu du fait que celui-ci bénéficiera du même effet relatif que l'Initiateur à la suite de l'annulation des actions apportées à l'Offre qui seront rachetées au même prix par Radiall.

3.2 Avis motivé du Conseil de Surveillance

Le Conseil de Surveillance de la Société s'est réuni le 9 décembre 2016, sur convocation de son Président, l'ensemble des membres étant présents ou représentés (soit Monsieur Yvon Gattaz, Président, Monsieur Bruno Gattaz, Vice-Président, et Madame Alicia Gattaz, Monsieur Mathieu Gattaz, Madame Roselyne Gattaz, Monsieur Didier Lombard et Monsieur Marc Ventre, membres), pour prendre connaissance du rapport établi par le cabinet Ledouble qui conclut au caractère équitable du prix de 255 euros par action.

A cet égard, le Président du Directoire a lui-aussi souligné le manque de pertinence du critère fondé sur les comparables boursiers, dans la mesure où les entreprises étrangères qui sont mentionnées n'ont absolument pas

le même profil que Radiall, une société familiale à vocation patrimoniale dont les actionnaires ont une vision de long-terme. Ses usines sont installées principalement en France et la Société a pour objectif de préserver les emplois qu'elle a créés sur le territoire français. Dès lors, elle apparaît moins flexible que ses concurrents internationaux qui disposent d'une capacité supérieure à la sienne pour ajuster leurs coûts dans des situations de crise par exemple.

Le Président du Directoire a également précisé qu'il avait alerté l'AMF dès le mois de décembre 2014 sur les possibles manipulations de cours qui pouvaient être suspectées, observant que le cours de bourse avait fortement évolué à la hausse depuis l'arrêt, le 27 juin 2012, du contrat de liquidité de Radiall.



Le Président du Directoire a ajouté qu'il persistait à penser qu'il n'est pas « normal » que le cours de Radiall ait ainsi triplé en trois ans, passant de 80 à 240 euros (dernier cours coté avant la suspension demandée par la Société), tandis que la vélocité du marché s'est au contraire effondrée sur la même période, finissant à seulement 0,15% de la capitalisation boursière.

Il a conclu son intervention en estimant qu'il était donc grand temps de procéder à la fermeture d'un marché devenu totalement illiquide, la radiation de la cote étant elle-même de l'intérêt du marché, ce qui explique d'ailleurs pourquoi la demande de Radiall, effectuée le 25 novembre 2016, a pu être accueillie favorablement par Euronext Paris, conformément à l'Instruction AMF n°2006-07 modifiée le 20 mars 2015.

Le Conseil de Surveillance de la Société a alors émis, à l'unanimité de ses membres, l'avis motivé suivant :

« Compte tenu des éléments qui lui ont été soumis, l'Offre liée à la Radiation est dans l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, l'expert indépendant ayant bien précisé que l'Offre ne préjudiciait pas aux intérêts des actionnaires hors Concert désireux de conserver leurs titres, ce qui justifie également que Radiall favorise son refinancement en confirmant l'engagement pris de racheter à 240 euros chacune des actions qui auraient été cédées à l'Initiateur, celui-ci ayant en revanche décidé de supporter seul la charge des 15 euros supplémentaires, au moyen de sa quote-part du dividende exceptionnel de 1,30 euro par action dont le versement sera soumis à la prochaine assemblée générale en mai 2017. »

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Lors de la séance du Conseil de Surveillance en date du 9 décembre 2016, tous les membres du Conseil de Surveillance ont confirmé qu'ils n'ont pas l'intention d'apporter à l'Offre l'unique action qu'ils détiennent dans le capital de Radiall, puisqu'ils ont l'obligation de la conserver pendant toute la durée de leur mandat.

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société ne détient aucune action propre à la date de la présente note en réponse.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

La Société n'est pas partie ou n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, en dehors des engagements de l'Initiateur mentionnés à l'article 1.5 de la Note d'Information et de la revente à Radiall de l'ensemble des actions qui auront été apportées à l'Offre en vue de leur annulation et de la réduction du capital social de Radiall, les fonds propres de la Société étant corrélativement diminués à hauteur de 240 euros par action rachetée à l'Initiateur.

7. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

7.1 Structure du capital de la Société

A la date de la présente note en réponse, le capital social de la Société s'élève à 2.648.025,67 euros, divisé en 1.736.986 actions, entièrement libérées. Le nombre de droits de vote s'établit à 3.240.297.

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote sont répartis comme suit :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Hodiall	948.669	54,62%	1.799.651	55,54%
SIR	293.304	16,89%	586.608	18,10%
Yvon et Geneviève Gattaz	309.700	17,83%	619.400	19,12%
Pierre Gattaz	49.140	2,83%	98.280	3,03%
Famille Gattaz	136	0,01%	270	0,01%
Concert Famille Gattaz	1.600.949	92,17%	3.104.209	95,80%
ORFIM*	92.414	5,32%	92.414	2,85%
Public et divers	43.623	2,51%	43.623	1,35%
Total	1.736.986	100,00%	3.240.297	100,00%

* Déclaration de franchissement de seuil en date du 18 mai 2015 (AMF n°215C0657).

La Société n'a pas émis d'autre titre de capital, ni aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. La Société ne détient aucune action propre.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

7.2.1 Obligation de déclaration du franchissement de seuils

L'article 11 des statuts de la Société prévoit que tout associé, personne physique ou morale, venant à détenir 2% au moins du capital social ou un multiple de ce pourcentage, est tenu d'en informer la Société dans un délai de quinze (15) jours à compter du franchissement du seuil de participation, par lettre recommandée avec accusé de réception adressée au siège social de la Société.

A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions susvisées, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les conditions prévues par la loi, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant 5% au moins du capital social en font la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale.

7.2.2 Transfert d'actions

Les statuts de la Société ne prévoient aucune disposition particulière pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions Radiall.

7.2.3 Droit de vote double

L'article 21 des statuts de la Société prévoit que les actions nominatives détenues depuis quatre (4) ans au moins bénéficient d'un droit de vote double.

7.3 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

A l'exception des accords décrits à la section 6 ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun accord prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote.

7.4 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 ci-dessus.

La Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 5% de son capital ou de ses droits de vote à la date de la présente note en réponse.

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

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

7.6 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

Les membres de la famille Gattaz ainsi que les sociétés Hodiall et SIR ont conclu en date du 13 mars 2012 un « pacte Dutreil » contenant un engagement collectif de conservation de leurs actions Radiall, lequel a été prorogé par tacite reconduction. Ce pacte permet à ses signataires de bénéficier des dispositions de la Loi Dutreil concernant l'impôt sur la fortune (ISF).

La Société n'a connaissance d'aucun autre accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance, des membres du Directoire, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

A l'exception des dispositions statutaires ci-dessous, aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres du Conseil de Surveillance, des membres du Directoire ou la modification des statuts.

7.8.1 Nomination et remplacement des membres du Conseil de Surveillance

Conformément aux articles 13 et 15 des statuts, le Conseil de Surveillance, dont la composition est fixée dans les limites légales, exerce le contrôle permanent de la gestion de la Société par le Directoire.

Chaque membre du Conseil de Surveillance doit, pendant la durée définie par la loi, être propriétaire d'une action au moins.

La durée du mandat de chaque membre du Conseil de Surveillance est librement fixée par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires, sans pouvoir excéder six (6) années.

La limite d'âge d'un membre du Conseil de Surveillance est fixée à cent (100) ans. A compter de cet anniversaire, l'intéressé cesse de plein droit ses fonctions, étant réputé démissionnaire d'office.

Le nombre de membres du Conseil de Surveillance ayant atteint l'âge de quatre-vingts (80) ans ne peut être supérieur au tiers des membres du Conseil de Surveillance en fonction.

7.8.2 Nomination et remplacement des membres du Directoire

Conformément à l'article 16 des statuts, le Directoire de la Société est composé de deux (2) membres au moins et de cinq (5) membres au plus, nommés par le Conseil de Surveillance.

Les membres du Directoire sont obligatoirement des personnes physiques qui peuvent être choisies en dehors des actionnaires, même parmi le personnel salarié de la Société.

Si un membre du Conseil de Surveillance est nommé au Directoire, son mandat au Conseil prend fin dès son entrée en fonction.

Sous réserve des exceptions prévues par la loi, un membre du Directoire ne peut accepter d'être nommé à un autre Directoire, ou Directeur Général Unique, ou Président du Conseil d'administration d'une autre société, sans y avoir été autorisé par le Conseil de Surveillance.

Tout membre du Directoire peut être révoqué par l'assemblée générale, sur proposition du Conseil de Surveillance.

Les membres du Directoire sont nommés pour une durée de six (6) ans. En cas de vacance, le Conseil de Surveillance doit pourvoir au remplacement du poste vacant, pour le temps qui reste à courir jusqu'au renouvellement du Directoire.

Tout membre du Directoire est rééligible.

Aucun membre du Directoire ne peut être âgé de plus de quatre-vingts (80) ans. Si un membre du Directoire atteint cette limite d'âge, il est réputé démissionnaire d'office, à l'issue de la plus proche réunion du Directoire.

7.8.3 Modification des statuts de la Société

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

Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

7.9 Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le Directoire est investi des pouvoirs les plus étendus à l'égard des tiers pour agir en toutes circonstances au nom de la Société, sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires et au Conseil de Surveillance.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi, le Directoire dispose, à la date de la présente note en réponse, des autorisations et délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat d'actions, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société réunie le 12 mai 2016 :

Nature de l'autorisation	Date de l'assemblée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social autorisé	Durée	Utilisation
Autorisation à l'effet d'opérer sur les actions de la Société dans le cadre de la mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions (6 ^{ème} résolution)	12 mai 2016	10% du capital social	18 mois	Néant
Autorisation à l'effet de réduire le capital social par annulation des actions auto-détenues (8 ^{ème} résolution)	12 mai 2016	15% du capital social par périodes de 24 mois	18 mois	Annulation de 111 138 titres Radiall auto-détenues par décision du Directoire en date du 6 octobre 2016

7.10 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle

Il est précisé que l'Offre n'entraînera pas changement de contrôle de la Société.

7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de Surveillance, les membres du Directoire ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe aucun accord de ce type susceptible d'avoir une incidence en cas d'offre publique.

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Pierre GATTAZ,
Président du Directoire

Ledouble

RADIALL
OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
ATTESTATION D'ÉQUITÉ

1. INTRODUCTION

Ledouble SAS (« Ledouble ») a été nommé par le Conseil de Surveillance de la société Radiall SA (« Radiall SA », « la Société » ou « la Cible ») en date du 11 octobre 2016, en tant qu'expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (« l'Offre ») qui sera initiée par la société Hodiall SA (« Hodiall ») et les autres membres du Concert Gattaz (le « Concert » ou l'« Initiateur »), sur les actions Radiall SA, en lien avec leur radiation de la cote, conformément à l'article P 1.4.2¹ des règles de marché non harmonisées d'Euronext Paris (la « Radiation »).

Cette mission d'expertise indépendante (la « Mission ») consiste à nous prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires de Radiall SA dont les titres sont visés par l'Offre, du prix d'Offre de 255 € par action (le « Prix d'Offre »), payable exclusivement en numéraire ; nous précisons que le Prix d'Offre a été rehaussé par l'Initiateur par rapport au prix de 240 € (le « Prix d'Offre Initial ») figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 10 octobre 2016 ; cet ajustement du prix de l'Offre et la décision positive d'Euronext en réponse à la demande de Radiation ont fait l'objet d'un communiqué respectivement de l'Initiateur et de la Cible en date du 9 décembre 2016.

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

La désignation de Ledouble² et le présent rapport entrent dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I 1^o du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08⁴, elle-même complétée de la recommandation AMF n°2006-15⁵.

¹ Ces nouvelles dispositions sont entrées en vigueur le 20 juillet 2015.

² Communiqué de la Société relatif à la désignation de l'expert indépendant. [\[En ligne\]](#).

³ Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein [...] de son conseil de surveillance [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;

[...] ».

⁴ Instruction AMF n°2006-08. « Expertise indépendante ». [\[En ligne\]](#).

⁵ Recommandation AMF n°2006-15. « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières » ; document créé le 28 septembre 2006, modifié le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. [\[En ligne\]](#).

Ledouble

Dans ce cadre réglementaire, le Conseil de surveillance de Radiall SA a sollicité Ledouble pour rendre un avis indépendant sur les conditions de l'Offre, tant pour l'actionnaire qui viendrait à l'Offre que pour celui qui ne suivrait pas l'Offre, compte tenu du fait que celui-ci bénéficiera du même effet relatif que l'Initiateur en raison de l'annulation par la Cible des actions apportées à l'Offre.

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « Rapport ») s'entend au sens de l'article 262-1 I⁶ du règlement général de l'AMF. Nous rappelons à ce titre que le Rapport porte sur les conditions financières de l'Offre, dont l'appréciation du cadre juridique spécifique ne relève pas de la Mission.

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société, de l'Initiateur et de son conseil juridique⁷, ainsi que d'Oddo & Cie, établissement présentateur de l'Offre (« l'Établissement présentateur »)⁸ ; plus particulièrement :

- Ledouble n'a aucun lien juridique ou financier avec les parties susmentionnées ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêt au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n° 2006-08 précitée ; à titre informatif, figure en annexe 6 la liste des expertises financières réalisées par Ledouble au cours des dernières années, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées⁹ ;
- nous considérons que la Mission ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec le conseil juridique de l'Initiateur, l'Établissement présentateur ou au sein du même groupe¹⁰.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité

⁶ Extrait de l'article 262-1 I du règlement général de l'AMF : « *L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance ... une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité.* ».

⁷ Jeantet AARPI.

⁸ Les personnes que nous avons rencontrées durant la Mission sont recensées en annexe 3.

⁹ Cette déclaration d'indépendance vaut pour l'ensemble des intervenants au sein de Ledouble ayant participé à la Mission, dont les profils figurent en annexe 5.

¹⁰ Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

Ledouble

de notre jugement lors de l'exercice de la Mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance. À toutes fins utiles, nous précisons que nous sommes intervenus en tant qu'expert indépendant dans le cadre de l'offre publique de rachat d'actions Radiall SA assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'achat simplifiée sur les actions Radiall SA et d'une offre publique d'achat simplifiée sur les bons de souscription ou d'achat d'actions Radiall SA (l'« OPRA »)¹¹.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en annexe 5.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, et de la recommandation AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (§ 1.1).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en annexe 1 et le calendrier d'intervention en annexe 2.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en annexe 4.

Nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « Groupe ») et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère du Groupe, ainsi qu'en une analyse des primes et décotes induites par le prix d'Offre Initial puis par le Prix d'Offre sur les différents résultats de l'évaluation du titre Radiall SA (l'« Action »).

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux contacts et entretiens que nous avons eus avec les membres du Conseil de Surveillance et du Directoire de Radiall SA (respectivement le « Conseil de Surveillance » et le « Directoire »), le *management* de la Société (la « Direction »), ainsi que des représentants de l'Initiateur, de son conseil juridique et de l'Établissement présentateur¹², ont porté notamment sur :

- les informations les plus récentes disponibles sur le marché de la connectique où le Groupe est implanté ;

¹¹ L'OPRA a reçu le visa n° 10-016 de l'AMF en application de la décision de conformité de l'offre publique du 26 janvier 2010. [\[En ligne\]](#).

¹² La liste de nos contacts figure en annexe 3.

Ledouble

- la documentation juridique et financière relative à l'Offre et à son dispositif de financement ;
- les informations publiques et réglementées disponibles sur le site *Web* de Radiall SA¹³ ;
- les informations comptables et financières du Groupe au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2015¹⁴ et du premier semestre 2016¹⁵ ;
- la visite du site industriel de Château-Renault ;
- la revue de l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'Action ainsi que des événements et des communiqués de la Société qui en ont accompagné l'évolution jusqu'au dépôt par l'Initiateur auprès de l'AMF du projet de note d'information relative à l'Offre ;
- les données budgétaires 2016 et le plan d'affaires à moyen terme du Groupe ;
- l'analyse au 31 décembre 2015 et au 30 juin 2016 de la trésorerie nette financière¹⁶ du Groupe ;
- les références d'évaluation internes à la Société ;
- les notes d'analystes récentes sur les entités considérées par les analystes comme comparables au Groupe en termes d'activité et/ou de modèle économique ;
- des extractions de nos bases de données, relatives au Groupe ainsi qu'aux comparables boursiers et aux comparables transactionnels qui y sont recensés ;
- l'appréciation du Prix d'Offre Initial puis du Prix d'Offre au regard de la valorisation multicritère de l'Action ;
- l'analyse des primes offertes à l'occasion des offres publiques récentes¹⁷ ;
- la revue des délibérations du Directoire et du Conseil de surveillance, ainsi que des décisions prises en assemblée générale par les actionnaires de la Société, antérieurement à l'annonce de l'Offre (2013 à 2016) ;

¹³ En particulier à la rubrique « Investisseurs ». [\[En ligne\]](#).

¹⁴ En particulier le Rapport Financier 2015. [\[En ligne\]](#).

¹⁵ En particulier le Rapport Financier Semestriel 2016. [\[En ligne\]](#).

¹⁶ La trésorerie nette financière s'intercale entre la valeur d'entreprise issue de l'évaluation multicritère du Groupe et la valeur des capitaux propres, dont découle la valeur de l'Action.

¹⁷ Nous nous référons à nos travaux pluriannuels de revue des offres publiques sur la période 2013-2016 ainsi qu'à la documentation externe et publique disponible sur cet historique.

Ledouble

- la consultation des propositions faites à l'Initiateur par des actionnaires de la Société en vue de la cession de leurs titres ;
- la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière de la Société et de ses filiales au titre des deux derniers exercices clos (2014 et 2015) et de l'exercice en cours (2016) qui s'est avérée utile à nos travaux ;
- les projets de notes d'information de l'Initiateur et en réponse de la Société soumis à l'AMF ;
- la revue des travaux de l'Établissement présentateur et la comparaison avec notre évaluation multicritère de l'Action.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu de la part de représentants de la Cible et de l'Initiateur des confirmations sur les éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission, et sur l'absence de projet de cession en tout ou partie des actifs du Groupe.

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

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre.

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

Ledouble

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons successivement :

- la structure, les objectifs ainsi que le périmètre de l'Offre (§ 2) ;
- l'activité et l'environnement du Groupe (§ 3) ;
- notre évaluation multicritère de l'Action et la synthèse de ces travaux (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement présentateur (§ 5) ;
- l'examen de plaintes d'actionnaires (§ 6) ;
- l'analyse de la situation des actionnaires qui n'apporteraient pas leurs titres à l'Offre (§ 7).

La conclusion du Rapport constitue l'attestation d'équité pour les actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre (§ 8).

1.6. Conventions de présentation

Les montants et devises présentés dans le Rapport sont susceptibles d'être exprimés en :

- euros (€ ou EUR / devise¹⁸) ;
- milliers d'euros (K€ / devise) ;
- millions d'euros (M€ / devise) ;
- milliards d'euros (Md€ / devise).

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

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

Les liens hypertexte [[En ligne](#)], dont les références s'entendent à la date de nos travaux, peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

¹⁸ Dont dollar américain (USD : \$) et Yen (JPY).

2. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

2.1.1. Cible

Créée en 1952 par MM. Lucien et Yvon Gattaz, Radiall SA est une société anonyme à conseil de surveillance et directoire au capital de 2.648.025,67 €, sise 25, rue Madeleine Vionnet à Aubervilliers (93300) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bobigny¹⁹. La Présidence du Conseil de Surveillance et la Présidence du Directoire sont assurées respectivement par M. Yvon Gattaz et M. Pierre Gattaz.

Très présent à l'international, notamment outre-Atlantique, le Groupe, dont Radiall SA est la société faitière, est un *leader* reconnu pour la conception, la fabrication et la commercialisation de connecteurs ; doté d'un effectif de près de 3.000 personnes et d'une infrastructure industrielle et commerciale à l'échelle mondiale, il a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de près de 290 M€.

Les 1.736.986 actions composant le capital de la Société sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris²⁰, au compartiment B²¹. Le nombre de droits de vote s'établit à 3.240.297 (§ 2.3).

2.1.2. Initiateur

Le Concert est formé de :

- **Hodiall**, société anonyme à conseil de surveillance et directoire au capital de 50.014.620,87 €, sise 25, rue Madeleine Vionnet à Aubervilliers (93300), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bobigny²²,
- **Société d'Investissement Radiall (SIR)**, société civile au capital de 6.677.266,95 €, sise 25, rue Madeleine Vionnet à Aubervilliers (93300), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bobigny²³,
- M. Yvon Gattaz et Mme Geneviève Gattaz,

¹⁹ Sous le numéro 552 124 984.

²⁰ Sous le code ISIN FR0000050320, mnémorique RLL.

²¹ Pour mémoire, la Société a été introduite en bourse, sur le Second Marché, en 1989.

²² Sous le numéro 403 236 532.

²³ Sous le numéro 342 257 169.

Ledouble

- M. Pierre Gattaz, et
- d'autres membres de la famille Gattaz.

2.2. Objectifs de l'Offre

Le projet d'Offre a donné lieu au dépôt par l'Initiateur d'un projet de note d'information²⁴ auprès de l'AMF (le « **Projet de note d'information de l'Initiateur** ») et d'une annonce par voie de communiqué²⁵ en date du 10 octobre 2016, faisant état du Prix d'Offre Initial de 240 € qui a depuis lors été rehaussé à 255 €.

Les titres de la Société affichent à ce jour un volume d'échanges très limité ; dès lors, la Société a formulé une demande de radiation auprès d'Euronext, et obtenu en date du 9 décembre 2016 une réponse favorable à cette demande. La Radiation est :

- régie par les règles de marché d'Euronext Paris au Livre II, article P 1.4.2²⁶ fixant les critères²⁷ à remplir par un émetteur pour le dépôt d'une demande de radiation de ses titres de capital à son initiative, et

²⁴ Projet d'Offre. [\[En ligne\]](#).

²⁵ Communiqué établi par Hodiail et les autres membres du Concert relatif au dépôt du projet d'Offre. [\[En ligne\]](#).

²⁶ Nouvelle version des règles de marché d'Euronext Paris / Livre II. [\[En ligne\]](#).

²⁷ Les critères fixés par l'article P 1.4.2 sont, entre autres, les suivants (caractères gras ajoutés par nous) :

« Sans préjudice des autres cas de radiation possibles tels que prévus par les Règles ou la Réglementation Nationale, un Emetteur peut demander la radiation de ses Titres de capital à l'issue d'une offre publique simplifiée (« l'offre liée à la radiation »), pour autant qu'il :

(i) démontre que l'initiateur de l'offre liée à la radiation détient 90% au moins des droits de vote associés aux Titres de capital de l'Emetteur à la date de la demande de radiation ;

(ii) démontre que sur les 12 derniers mois (calendaires) précédant sa demande de radiation le montant total négocié sur les Titres de capital de l'Emetteur représente moins de 0,5% de la capitalisation boursière de l'Emetteur ;

La capitalisation boursière prise en compte aux fins de ce calcul est celle relevée à la fin du dernier mois précédant la demande de radiation et le montant total négocié est calculé sur une période rétrospective de 12 mois à partir de cette même date en prenant en compte les opérations réalisées sur le carnet d'ordres central du marché réglementé Euronext Paris et celles hors carnet réputées effectuées sur le même marché réglementé. Les périodes où des offres publiques se déroulaient au sein de la période de 12 mois précitée (« périodes d'offre » au sens du règlement général de l'AMF) sont exclues du calcul ;

(iii) dépose cette demande après qu'un délai de 180 jours (calendaires) s'est écoulé depuis toute offre publique antérieure à l'offre liée à la radiation ;

(iv) démontre que l'initiateur de l'offre liée à la radiation s'est engagé pour une période de 3 mois à compter de la clôture de cette offre à acquérir, à un cours égal à celui de l'offre, les Titres de capital des actionnaires minoritaires qui n'ont pas apporté leurs titres à l'offre ;

[...] ».

Ledouble

- encadrée par l'instruction Euronext Paris N3-09²⁸ entrée en vigueur le 20 juillet 2015, établissant entre autres la méthode de calcul de la vélocité utilisée comme l'un des critères préalables à une demande de radiation de titres de capital d'un émetteur.

Conformément aux dispositions de l'article P 1.4.2 susmentionné, l'Initiateur s'engage, pour une période de trois mois à compter de la clôture de l'Offre, liée à la Radiation, à acquérir, à un prix égal au Prix d'Offre, les titres des actionnaires minoritaires qui ne les auraient pas apportées à l'Offre.

La radiation des actions Radiall SA des négociations sur le marché Euronext Paris est susceptible d'entraîner leur transfert sur le compartiment des valeurs radiées du marché règlementé²⁹.

Nous précisons qu'il ne nous appartient pas de vérifier le respect des conditions précitées prévues pour la Radiation.

2.3. Répartition du capital et des droits de vote

A la date du Projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 10 octobre 2016, les actions de Radiall SA en circulation et les droits de vote y afférents se répartissent comme suit, étant précisé qu'à l'issue de la dernière réduction de capital intervenue le 6 octobre 2016 par annulation de 111.138 actions Radiall SA auto-détenues par la Société, le Concert en détient désormais 92,17% du capital et 95,80% des droits de vote³⁰ :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Modiall	945 669	54,0%	1 799 651	55,5%
SIF	295 304	16,0%	586 608	18,1%
Yvon et Geneviève Gattaz	309 700	17,5%	619 400	19,1%
Pierre Gattaz	49 140	2,8%	98 280	3,0%
Autres Famille Gattaz	156	0,0%	270	0,0%
Total concert familial	1 600 949	92,2%	3 104 209	95,8%
Orfim	92 414	5,3%	92 414	2,9%
La Financière de l'Ecliquier	26 696	1,5%	26 696	0,8%
Autres public	16 927	1,0%	16 978	0,5%
Total	1 736 986	100,0%	3 240 297	100,0%

²⁸ Instruction Euronext Paris N3-09. [\[En ligne\]](#).

²⁹ Conformément à l'article 3.2 de la note d'organisation du Marché Libre. [\[En ligne\]](#).

³⁰ Un droit de vote double est conféré aux actions justifiant d'une inscription nominative depuis 4 ans au moins au nom du même actionnaire (Source : Rapport Financier 2015, p. 51 ; p. 69).

Ledouble

2.4. Périmètre et conditions de réalisation de l'Offre

Au vu de la répartition du capital (§ 2.3), l'Offre porte sur la totalité des actions Radiall SA existantes non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit un nombre maximum de 136.037 actions³¹, représentant 7,8% du capital, à la date du dépôt auprès de l'AMF du Projet de note d'information de l'Initiateur, étant précisé qu'il n'existe pas d'instrument dilutif.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

2.5. Intentions de l'Initiateur

Aux termes du Projet de note d'information de l'Initiateur, celui-ci n'a pas l'intention de procéder à une fusion avec la Société, ni de mettre en œuvre un retrait obligatoire à la suite de l'Offre.

2.6. Financement de l'Offre et réduction de capital subséquente

L'Initiateur financera l'Offre par voie d'emprunt bancaire, qui sera ultérieurement remboursé par Hodiall *via* le rachat par Radiall SA des titres acquis par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre à un prix identique au Prix d'Offre Initial (240 €), accompagné d'un dividende exceptionnel à décider lors de la prochaine assemblée générale, conformément aux dispositions décrites dans les communiqués de l'Initiateur et de la Cible en date du 9 décembre 2016.

Les titres ainsi rachetés par Radiall SA seront annulés par une réduction de capital, entraînant un effet relatif tant pour le Concert que pour les actionnaires de la Société n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre.

2.7. Accords connexes à l'Offre

L'Offre n'est assortie d'aucun accord connexe et nos travaux n'en ont pas révélé.

³¹ Orfim : 92.414 actions + La Financière de l'Échuquier : 26.696 actions + Autres public : 16.927 actions.

3. PRÉSENTATION DE L'ACTIVITÉ ET DE L'ENVIRONNEMENT DU GROUPE³²

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère du Groupe et du titre Radiall SA, à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché³³.

3.1. Présentation du Groupe

Le Groupe compte parmi les acteurs majeurs de l'industrie des composants électroniques destinés aux marchés aéronautiques et militaires, aux télécommunications sans fil et aux applications industrielles. Il conçoit, développe et commercialise une gamme complète de connecteurs et composants électroniques d'interconnexion, comprenant :

- les composants coaxiaux : utilisés lorsqu'il existe un risque d'affaiblissement ou de déformation d'un signal du fait d'interférences extérieures ; leurs applications sont multiples (aéronautique, militaire, spatial, télécommunications, automobile, médical,...) ;
- les connecteurs multi-contacts : comportant une pluralité de contacts électriques et/ou optiques, les connecteurs multi-contacts produits par le Groupe s'appliquent en particulier au domaine de l'aéronautique, dans des environnements sévères³⁴ ;
- les composants optiques : la technologie fibre optique offre plusieurs avantages comparativement aux supports de transmission métalliques transportant des courants électriques : vitesse de transmission, réduction du poids des données, immunité d'interférence électromagnétique ; ces composants sont notamment présents dans le domaine aéronautique, contraignant en termes d'espace et d'interférences électromagnétiques. Bien que plus coûteuse, cette technologie est venue en substitution ou en complément au câblage conventionnel dans de nombreux domaines tels que les télécommunications, la défense et l'imagerie médicale.

³² Sources : Rapports Financiers 2010 à 2014. [\[En ligne\]](#) ; Rapport Financier 2015. [\[En ligne\]](#) ; Rapport Financier Semestriel 2016. [\[En ligne\]](#) ; Site d'information de Radiall. [\[En ligne\]](#) ; études et revue de presse (annexe 4).

³³ L'analyse est résumée à la fin de cette partie du Rapport sous la forme d'une matrice Swot (§ 3.6).

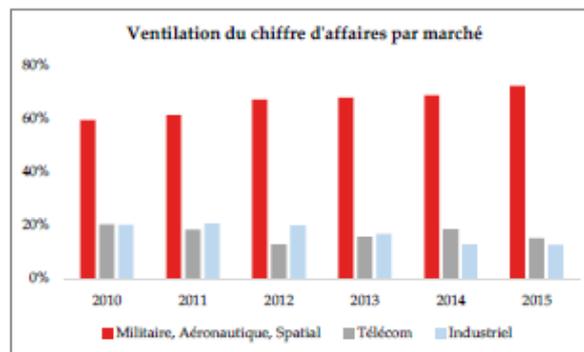
³⁴ Les environnements sévères se caractérisent par des conditions très spécifiques, dont des températures extrêmes et la présence de champs magnétiques.

Ledouble

Fort de son intégration industrielle, Radiall dispose d'un savoir-faire lui permettant d'intervenir à différents niveaux : structure des matériaux, chimie et traitement de surface, usinage de précision, moulage plastique, assemblage.

Le Groupe, dont l'activité exclut les ventes de services et de seconde monte³⁵ qui seraient de nature à lisser l'activité, est directement confronté aux phénomènes de cyclicité liés au rythme des dépenses d'investissement des principaux donneurs d'ordre sur les marchés sous-jacents ; malgré ses efforts de diversification, il est notamment exposé à la volatilité des marchés de haute technologie auxquels il s'adresse ainsi qu'à un risque commercial, la part du chiffre d'affaires réalisé avec les principaux clients tendant à augmenter³⁶.

Le chiffre d'affaires comprend la vente de composants destinés aux équipements militaires, aéronautiques et spatiaux, qui représentent une part essentielle de l'activité, ainsi que secondairement d'applications industrielles de la communication sans fil et réseaux haut débit³⁷ ; la contribution des autres secteurs³⁸ reste marginale :



Pour maintenir son niveau de compétitivité, Radiall mène une politique active de Recherche et Développement (R&D), combinant la mise au point de produits innovants et l'utilisation de nouveaux matériaux. Le Groupe investit ainsi historiquement environ 7% de son chiffre d'affaires en R&D³⁹ :

³⁵ Ce créneau au cas d'espèce n'existe pas.

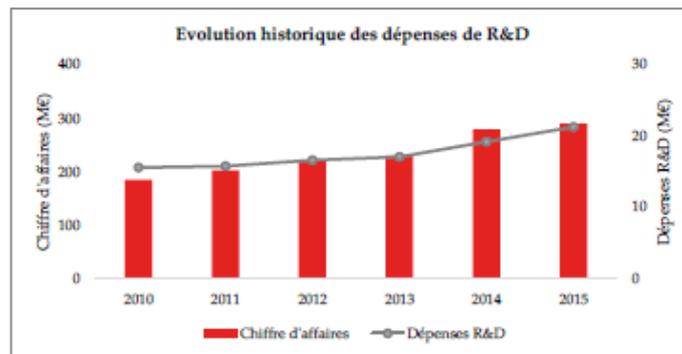
³⁶ En 2015, les 10 premiers clients représentaient environ 46% du chiffre d'affaires consolidé versus 36% en 2010.

³⁷ Applications répondant à l'appellation générique « Télécom ».

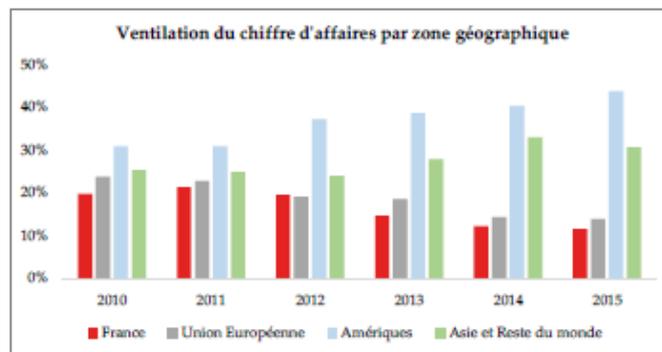
³⁸ Secteurs regroupés sous l'appellation générique « Industriel » (automobile, médical, ...).

³⁹ Les frais de R&D sont pour l'essentiel enregistrés en charges, le Groupe n'étant généralement pas en mesure, au stade auquel ils sont engagés, de démontrer la faisabilité technique et/ou les avantages économiques futurs attendus, critères requis par la norme IAS 38 « Immobilisations incorporelles ».

Ledouble



Focalisé sur les marchés de croissance, Radiall a su profiter de l'ouverture du marché à l'international, en particulier outre-Atlantique, la part de son chiffre d'affaires hors hexagone représentant aujourd'hui près de 90% de ses ventes⁴⁰ :

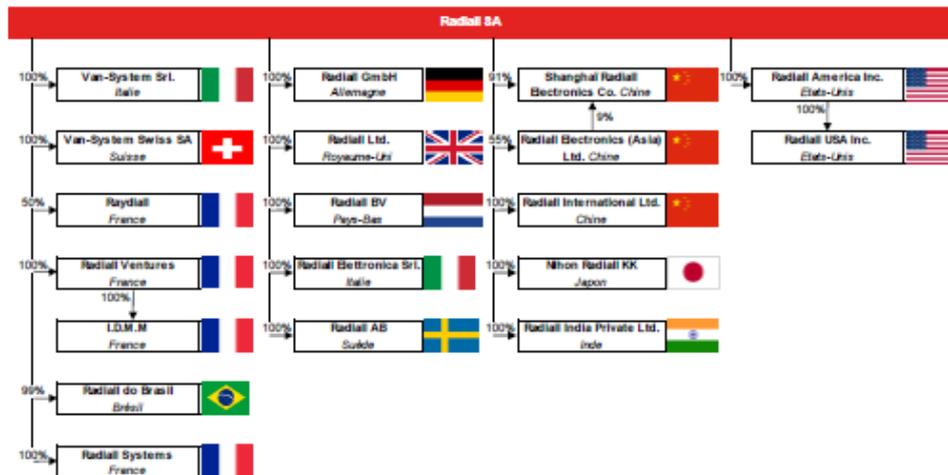


Présent mondialement au travers de ses filiales et d'un réseau d'agents et de distributeurs, le Groupe affiche en 2015 un effectif moyen d'environ 1.400 personnes en France et 1.500 personnes à l'international, dont près de 60% outre-Atlantique.

⁴⁰ Les Amériques recouvrent les États-Unis, le Mexique et le Brésil.

Ledouble

L'organigramme du Groupe, qui reflète son ouverture internationale, se présente comme suit :



Les sites industriels de Radiall, regroupant le cas échéant plusieurs *Business Units*, se répartissent en Europe, en Asie, et outre-Atlantique aux États-Unis ainsi qu'au Mexique⁴¹.

3.2. Environnement concurrentiel

Le marché des composants et des solutions d'interconnexion étant fortement internationalisé, les opérateurs nationaux se trouvent directement concurrencés par les acteurs mondiaux ; à l'échelle mondiale, il est dominé par des acteurs américains⁴² et japonais⁴³, les dix premiers d'entre eux se partageant plus de la moitié des parts de marché⁴⁴.

Le modèle économique du Groupe, qui est celui d'une société familiale à vocation patrimoniale *i.e.* d'une entreprise de taille intermédiaire (ETI) française employant près de la moitié de l'effectif dans l'hexagone (§ 3.1), se différencie de celui des compétiteurs internationaux de taille très supérieure, notamment américains⁴⁵, et lui confère comparativement moins de flexibilité en cas de retournement de marché.

⁴¹ Sur la branche aéronautique.

⁴² Dont TE Connectivity, Amphenol et Molex Incorporated (§ 4.4.2.1).

⁴³ Dont Foxconn, Yazaki, Sumitomo et Hirose.

⁴⁴ Source : Connector Supplier.com. [En ligne].

⁴⁵ L'euro, monnaie fonctionnelle de Radiall, l'expose *de facto* à l'évolution des parités de change \$ / € (§ 3.3.1, § 3.4 et annexe 4, communiqués de presse de Radiall SA).

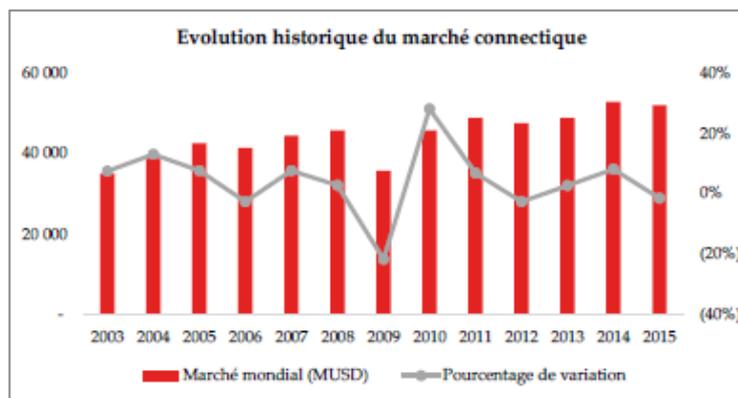
Ledouble

Le groupe suisse Huber + Suhner⁴⁶, d'une part, l'entreprise sarthoise Souriau⁴⁷ et l'acteur allemand Rosenberger⁴⁸, entités non cotées, d'autre part, font partie des principaux concurrents de Radiall sur le marché européen, où les opérateurs se positionnent sur des « niches ».

3.3. Évolution historique et tendances du marché de la connectique

Sur une longue séquence historique, le marché mondial de la connectique a traversé plusieurs phases, commentées ci-après (§ 3.3.1), qui mettent en perspective les tendances actuelles des marchés de l'aéronautique (§ 3.3.2) et des télécoms (§ 3.3.3).

3.3.1. Principales phases du marché de la connectique de 2003 à 2015



- 2003 à 2008 : le marché mondial enregistre dans son ensemble une croissance soutenue (CAGR⁴⁹ : +5,5%), tirée en grande partie par l'Asie et la Chine ;
- 2009 : le marché subit les effets de la crise en accusant une chute de près de 22% en valeur, conséquence d'une réduction drastique des volumes, combinée à une hausse du cours des matières premières et à une diminution des prix de vente ;
- 2010-2011 : le marché se redresse grâce notamment au retour des investissements des grands donneurs d'ordre, en particulier sur les secteurs de l'aéronautique et des télécoms ;

⁴⁶ Fournisseur de systèmes d'interconnexion, coté sur le *Six Swiss Exchange* (annexe 8).

⁴⁷ Détenue par le groupe américain Easterline coté sur le *New York Stock Exchange*, la société Souriau fait partie des *leaders* de la connectique en environnement sévère.

⁴⁸ *Leader* européen non coté, Rosenberger est spécialiste de la connectique haute fréquence et des composants optiques.

⁴⁹ *Compound Annual Growth Rate* ou taux de croissance annuel moyen.

Ledouble

- 2012-2013 : période de stagnation du marché mondial de la connectique ; les zones Europe et Amérique du Nord sont orientées à la baisse et le marché japonais se redresse après la catastrophe naturelle provoquée en 2011 par un tsunami sur la région côtière est du Japon ;
- 2014 : forte progression, en particulier sur la zone européenne qui bénéficie des effets positifs du change et de la croissance dans plusieurs secteurs applicatifs tels que l'aéronautique, les télécommunications, l'automobile et l'industrie ;
- 2015 : déclin global du marché exprimé en dollars, avec toutefois un effet devises lié notamment aux baisses respectives de l'euro et du yen face au dollar.

Après une année 2015 morose, pénalisée par l'évolution du cours des devises, le marché mondial de la connectique devrait enregistrer une croissance soutenue à court et moyen termes. Ainsi, l'étude *Global Connectors Market*⁵⁰ 2016-2020 publiée par *Researchandmarkets* en février 2016 anticipe une croissance moyenne annuelle d'environ 6% sur la période 2016-2020 ; de même, le cabinet d'études de marché *Global Industry Analysts*⁵¹ estime que le marché mondial atteindra le seuil de 80 Md\$ d'ici à 2022, corroborant le taux de croissance moyen précité.

Compte-tenu du positionnement sectoriel du Groupe (§ 3.1), la demande aéronautique, d'une part, les investissements des opérateurs télécoms, d'autre part, font partie des principaux déterminants de son activité pour les années à venir.

3.3.2. Tendances sur l'aéronautique

De fortes perspectives de croissance sont attendues sur le secteur aéronautique, en lien avec la hausse soutenue et régulière du trafic aérien, s'expliquant notamment par l'évolution démographique, le développement de l'économie mondiale et l'essor des pays émergents.

Les équipementiers et les fournisseurs des grandes compagnies aériennes doivent néanmoins faire face aux baisses de prix qui leur sont imposées afin de ne pas subir une érosion de leurs marges ; par un effet de boucle, ces pressions tarifaires sont à relier aux plans de restructuration et d'économies décidés par les avionneurs, passant par la renégociation des contrats avec leurs propres fournisseurs et prestataires.

⁵⁰ *Global Connectors Market 2016-2020, February 2016*. Page de présentation. [\[En ligne\]](#).

⁵¹ *The Global Connectors Market (MCP - 1512), Trends, Drivers & Projections, June 2016*. Page de présentation. [\[En ligne\]](#).

Ledouble

Il convient par ailleurs de distinguer les rythmes de production selon les différents programmes des compagnies aériennes, étant précisé que le Groupe est plus particulièrement positionné sur le segment des gros porteurs.

3.3.3. Tendances sur les télécoms et autres variables de marché

Sur le secteur des télécommunications, les opérateurs devraient maintenir un niveau élevé d'investissements leur permettant de déployer de nouvelles technologies et de satisfaire les obligations de couverture des territoires sur lesquels ils sont implantés⁵². Toutefois, contrairement au marché de l'aéronautique, celui des télécoms se caractérise par des cycles courts et difficilement prédictibles ; ce phénomène explique par exemple la baisse de la croissance organique du Groupe en 2015 (§ 3.4.1).

Les acteurs du marché de la connectique sont également exposés au risque de volatilité ou d'une hausse structurelle du cours des matières premières⁵³, l'intensité concurrentielle empêchant la répercussion systématique d'une variation du coût d'achat sur les prix de vente.

3.4. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Dans un contexte favorable en termes de marché et de taux de change⁵⁴, le Groupe a atteint les objectifs de chiffre d'affaires et de profitabilité qui sous-tendaient le plan d'affaires élaboré dans le cadre de l'OPRA (§ 3.4.1), dans le prolongement duquel s'inscrivent les prévisions budgétaires pour l'exercice en cours (§ 3.4.2).

3.4.1. Historique depuis l'OPRA

Au cours des derniers exercices, Radiall a en effet développé son activité de manière continue, avec (i) un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 8,7%, qui en a porté le volume de 185 M€ en 2010 à 290 M€ en 2015 et 308 M€ en 2016(e), et (ii) une nette progression de la marge d'excédent brut d'exploitation⁵⁵ (EBITDA⁵⁶), qui est passée de 12%-11% en 2010-2011 à 19% en 2015 et 20% en 2016(e)⁵⁷ :

⁵² En France, le plan France très haut débit (THD) lancé en 2013 vise à couvrir l'intégralité du territoire français en très haut débit Internet d'ici à 2022, et prévoit 20 Md€ d'investissements en 10 ans, partagés entre les opérateurs privés, les collectivités territoriales et l'État (Source : Xerfi (2016). « La fabrication de fils, câbles isolés et connecteurs », janvier, p. 14).

⁵³ Notamment le cuivre, le laiton, l'aluminium, le bronze, l'argent et l'or.

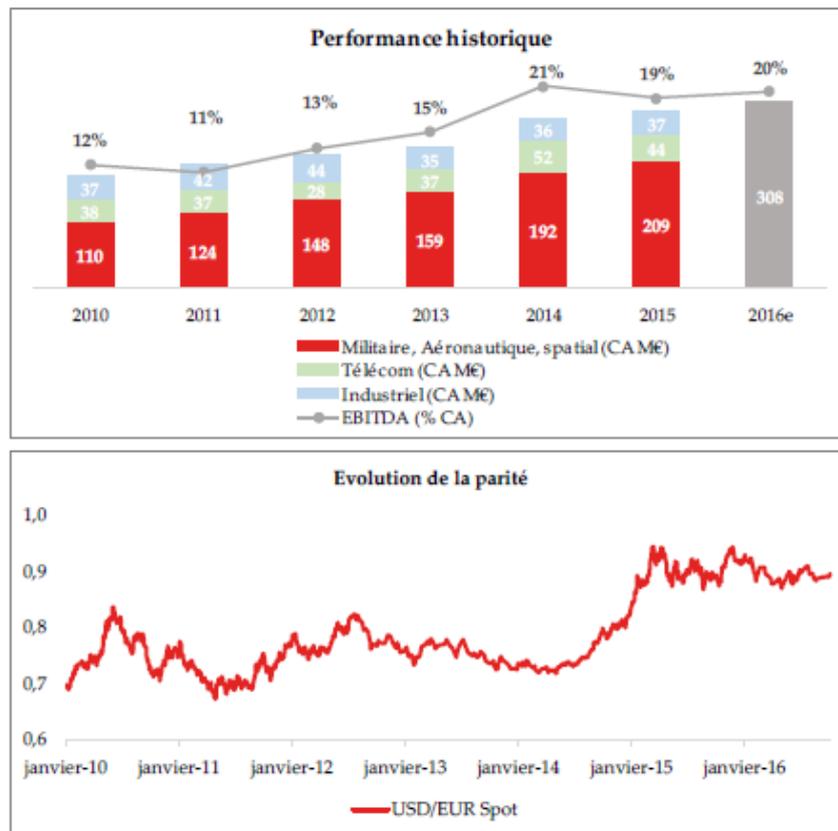
⁵⁴ Plus particulièrement de parité de change \$ / €, commentée dans les communiqués de la Société (annexe 4).

⁵⁵ L'excédent brut d'exploitation est en l'occurrence assimilé à l'EBITDA.

⁵⁶ *Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization*.

⁵⁷ Estimation de la Direction à la date de nos travaux.

Ledouble



Sur cet axe chronologique, la performance du Groupe, en termes d'activité et de profitabilité, se résume comme suit :

- 2011 : les bonnes performances de Radiall sur l'année s'expliquent par un environnement économique mondial sur l'industrie de la connectique plus favorable. Le Groupe a su également capitaliser sur son excellente réputation dans les secteurs de l'automobile, du spatial et de l'aéronautique civile. *A contrario* le segment des télécoms est en stagnation du fait notamment des pressions sur les prix ;
- 2012 : sur le segment aéronautique, Radiall enregistre une forte croissance liée notamment à son bon positionnement sur les nouveaux programmes aéronautiques mondiaux et à la faiblesse de l'euro par rapport au dollar américain, ce qui contribue significativement à la performance du Groupe sur

Ledouble

un marché essentiellement libellé en dollars. Sur le segment des télécoms, Radiall entreprend des efforts importants d'implantation de nouveaux produits en relation avec les équipements de réseaux 4G⁵⁸/LTE⁵⁹, mais accuse une baisse d'activité, en partie liée à un assainissement de son portefeuille d'affaires. Le segment industriel connaît des évolutions contrastées avec un développement commercial dans l'imagerie médicale et un repli de l'activité automobile ;

- 2013 : l'exercice est marqué par une forte croissance des ventes à l'international, soutenue en grande partie par l'aéronautique civile aux Etats-Unis et par une reprise du secteur des télécoms en Chine ; les marchés industriels sont en repli, la baisse du marché européen de l'automobile contribuant à cette situation ;
- 2014 : année record en termes de croissance du chiffre d'affaires et de la rentabilité ; le Groupe tire en particulier profit de son positionnement sur de nombreux programmes aéronautiques où il enregistre une croissance plus forte que celle de l'industrie ; sur le marché des télécoms, les ventes de Radiall sont portées par le déploiement de la 4G en Chine ; le Groupe bénéficie en sus d'une évolution favorable du cours des devises et des matières premières ;
- 2015 : Radiall continue de bénéficier des effets de l'appréciation de la parité de change \$ / € et consolide, dans le cadre d'une opération de croissance externe, l'activité de Van-System sur cinq mois⁶⁰. À taux de change et périmètre constants, l'activité ressort néanmoins sur l'exercice en baisse de près de 8%, par la combinaison d'un palier en aéronautique et d'un repli notable de l'activité Télécom.

3.4.2. Perspectives en 2016

Comptant s'appuyer en 2016 sur la robustesse du segment aéronautique civile ainsi que sur les bonnes perspectives de ventes dans les autres secteurs, la Direction vise pour le second semestre un niveau d'activité et de profitabilité équivalent à celui du premier semestre, qui se clôture par un chiffre d'affaires de 155,5 M€ et une marge d'EBITDA d'environ 20%. Les paramètres économiques en 2016 restent globalement très favorables pour le Groupe, s'agissant notamment du coût des matières premières et de la parité des devises par rapport à l'euro.

⁵⁸ Quatrième génération des standards de téléphonie mobile.

⁵⁹ *Long Term Evolution*.

⁶⁰ Cf. annexe 4, communiqués de presse de Radiall SA.

Ledouble

Toutefois, au-delà de l'horizon budgétaire, la prudence reste de mise compte-tenu de la cyclicité⁶¹ des principaux secteurs que le Groupe adresse, de l'éventualité d'un renforcement de l'euro par rapport au dollar à court et moyen termes, de l'intensité concurrentielle du marché de la connectique soumettant ses acteurs à des pressions tarifaires importantes, des risques de « double source » imposée par les clients, et de l'absence de revenus récurrents qui l'expose à des risques de retournement de marché (§ 3.1).

3.5. Structure bilancielle

La structure bilancielle depuis 2010 se présente comme suit :

M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015	juin-16
Actif immobilisé	80,1	76,5	74,4	75,0	79,2	92,0	90,4
Impôts différés actifs	1,9	1,7	2,4	1,9	3,7	4,6	6,1
BFR net	44,6	51,4	44,1	51,7	55,4	66,3	70,3
Actif économique	126,7	129,7	120,8	128,6	138,3	162,9	166,8
Trésorerie nette	6,2	9,4	30,5	34,4	65,8	61,7	60,7
Total emplois	132,8	139,1	151,3	162,9	204,1	224,6	227,5
Capitaux propres part du groupe	116,3	122,7	131,6	144,2	179,7	205,8	207,3
Intérêts minoritaires	4,2	4,6	5,1	5,9	9,1	2,2	1,9
Provisions	6,8	6,2	9,4	8,3	11,2	11,4	12,7
Impôts différés passifs	5,5	5,6	5,1	4,6	4,1	5,2	5,6
Total ressources	132,8	139,1	151,3	162,9	204,1	224,6	227,5

Au 30 juin 2016, le Groupe dispose de capitaux propres et d'une trésorerie nette comptable s'élevant respectivement à 207,3 M€ et 60,7 M€ (§ 4.1.5.1). Les intérêts minoritaires, ressortant à 1,9 M€, se rapportent à la société Radiall Electronics, détenue à hauteur de 55% par Radiall SA (§ 3.1).

L'actif immobilisé, d'un montant de 90,4 M€ au 30 juin 2016, est composé à 70% d'éléments corporels (matériels industriels utilisés pour la production) et secondairement d'actifs incorporels (écarts d'acquisition sur les filiales, frais de développement⁶², concessions, brevets et licences).

Les différences existant à chaque date de clôture entre la valeur fiscale des actifs et passifs et leur valeur comptable au bilan constituent des différences temporelles comptabilisées en impôts différés actifs ou passifs. Au 30 juin 2016, les impôts différés représentent une créance nette de 0,5 M€.

⁶¹ Radiall a par exemple dû faire face en 2000/2001 à une crise des télécoms, et en 2009 au contrecoup de la crise financière, qui ont lourdement pesé sur ses résultats (§ 3.3.1).

⁶² Dépenses de R&D répondant aux critères d'activation de la norme IAS 38 « Immobilisations incorporelles » (§ 3.1).

Ledouble

Le niveau important de stocks et les longs délais de paiement imposés par certains clients se traduisent par un niveau élevé de BFR, compris, selon les périodes, entre 72 et 92 jours de chiffre d'affaires :

M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015	juin-16
Chiffre d'affaires	185	203	220	231	279	290	155
BFR	45	51	44	52	55	66	70
BFR (jours)	88	92	73	82	72	83	82(*)

(*) calculé avec un chiffre d'affaires pro forma sur 12 mois

Les provisions pour risques et charges, totalisant 12,7 M€ au 30 juin 2016, sont constituées pour une large part des avantages au personnel⁶³, à hauteur de 11,5 M€ sur un total de provisions non courantes de 11,7 M€ ; les provisions courantes, d'un montant de 1,0 M€, intègrent 0,4 M€ de provisions pour risques techniques et commerciaux et 0,6 M€ de provisions pour risques divers.

3.6. Matrice SWOT

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

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> - Capacité d'innovation reconnue et savoir-faire industriel - Intégration verticale permettant une forte réactivité - Portefeuille de clients prestigieux - Implantation à l'international via des filiales et un réseau d'agents et de distributeurs - Structure financière solide 	<ul style="list-style-type: none"> - Forte concentration du chiffre d'affaires sur le secteur aéronautique et exposition au risque clients - Absence de revenus récurrents liés à une activité de services - Forte sensibilité à la conjoncture du fait d'une taille modeste et d'un business model différenciant par rapport aux autres acteurs cotés
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> - Perspectives de croissance sur le secteur aéronautique, en lien avec les programmes des compagnies aériennes - Déploiement des nouvelles technologies sur le secteur des télécommunications - Conclusion de partenariats pour faciliter la diversification sectorielle - Renforcement de la position du Groupe sur les marchés de croissance 	<ul style="list-style-type: none"> - Intensité concurrentielle pouvant conduire à une érosion des marges - Pouvoir de négociation des grands donneurs d'ordre - Baisse de la cadence des avions gros porteurs - Prédicibilité limitée sur le secteur télécom - Perte de clients représentant un poids significatif dans le chiffre d'affaires du Groupe - Risque de change lié à la fluctuation des devises - Evolution du coût des matières premières - Cyclicité des marchés sous-jacents

⁶³ Indemnités de fin de carrière.

4. ÉVALUATION DE L'ACTION RADIAL SA

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action, dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les caractéristiques comptables, financières et fiscales de la Société et du Groupe (§ 4.1),
- les méthodes de valorisation écartées (§ 4.2),
- les références au cours de bourse et aux transactions les plus récentes intervenues sur le capital de Radial SA (§ 4.3),
- puis les approches qui nous sont apparues pertinentes pour évaluer l'Action (§ 4.4), et
- en synthèse, le récapitulatif de l'évaluation de l'Action et les primes et décotes extériorisées par le Prix d'Offre sur les méthodes de valorisation de l'Action et éléments d'appréciation du Prix d'Offre que nous avons retenus (§ 4.5).

4.1. Caractéristiques comptables, financières et fiscales

4.1.1. Référentiel comptable

Radial SA établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés cotées en application du règlement européen n°1606/2002.

L'ensemble des sociétés du Groupe sont intégrées globalement par Radial SA, à l'exception de la co-entreprise Raydiall⁶⁴, consolidée par mise en équivalence⁶⁵ depuis le 1^{er} janvier 2014.

Les intérêts minoritaires concernent essentiellement l'entité chinoise Radial Electronics, détenue à hauteur de 55% par le Groupe (§ 3.5).

Les pertes de valeur impliquant des dépréciations éventuelles d'actifs incorporels et corporels sont identifiées au travers des tests d'impairment réalisés sur les unités génératrices de trésorerie du Groupe (UGT)⁶⁶.

⁶⁴ Co-entreprise française, ciblant le marché automobile.

⁶⁵ Selon la norme IFRS 11 « Partenariats ».

⁶⁶ Dans la mesure où ils ne couvrent pas l'intégralité du périmètre du Groupe, les éléments sous-tendant ces tests de dépréciation ne peuvent être rapprochés du *Business Plan* qui nous a été communiqué pour l'évaluation de Radial et de l'Action (§ 4.4.1.2).

Ledouble

Les comptes consolidés au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2015 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

Les comptes consolidés du premier semestre 2016 ont fait l'objet d'une revue limitée sans observation par les commissaires aux comptes.

4.1.2. Date d'évaluation

L'évaluation multicritère du titre Radiall SA a été réalisée en date du 30 juin 2016, sur la base de la trésorerie nette financière à cette même date.

La référence au cours de bourse de l'Action est celle du 7 octobre 2016, date de la dernière cotation avant le dépôt du Projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF et l'annonce de l'Offre le 10 octobre 2016.

Les données de marché utilisées pour l'évaluation multicritère du titre Radiall SA, telles que le taux d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie découlant du *Business Plan* (§ 4.4.1.3) et la capitalisation boursière des comparables (§ 4.4.2.1 et annexe 7) ont été arrêtées le 1^{er} décembre 2016.

4.1.3. Nombre d'actions

En l'absence d'actions d'autocontrôle, nous avons retenu pour le calcul de la valeur unitaire de l'Action le nombre de titres Radiall SA en circulation, soit 1.736.986 actions (§ 2.3).

4.1.4. Défis fiscaux

Nous avons tenu compte dans nos travaux de valorisation de l'économie d'impôt attachée à l'imputation de l'ensemble des déficits reportables sur les résultats dégagés par le *Business Plan* (§ 4.4.1.2) après prise en compte de l'effet d'actualisation, et des limites annuelles d'imputation⁶⁷ en vigueur en France.

Le Groupe a exercé en France l'option pour le régime de l'intégration fiscale. Au 30 juin 2016, le stock de déficits reportables aux bornes du périmètre d'intégration fiscale s'établit à 11,9 M€ ; les pertes fiscales reportables des filiales étrangères, relativement peu significatives par rapport à l'ensemble des déficits fiscaux de Radiall, s'élèvent à 1,4 M€.

⁶⁷ 1 M€ par an, majoré de 50 % de la fraction du bénéfice supérieure à ce plafond.

Ledouble

4.1.5. Trésorerie nette financière

Notre évaluation multicritère se fonde sur une trésorerie nette financière⁶⁸ au 30 juin 2016, qui s'intercale entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe.

Nous avons différencié le calcul de la trésorerie nette financière à ajouter à la valeur d'entreprise, selon la méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.1.5.2) ou les méthodes de valorisation analogique (§ 4.1.5.1), pour aboutir à la valeur des capitaux propres.

4.1.5.1. Trésorerie nette financière en valorisation analogique

Par souci d'homogénéité avec la trésorerie nette des comparables boursiers ressortant de nos bases de données, la trésorerie nette financière que nous retenons en valorisation analogique a été calculée à partir de la trésorerie nette comptable consolidée au 30 juin 2016 (§ 3.5).

La trésorerie nette financière en valorisation analogique est ainsi estimée à 67,4 M€ :

M€	30/06/2016
Trésorerie et équivalents de trésorerie	70,5
Autres actifs financiers de gestion de trésorerie	5,3
Dette financière	(15,1)
Trésorerie nette comptable	60,7
Valeur des titres Raydiall	8,6
Intérêts minoritaires	(1,9)
Trésorerie nette - approche analogique	67,4

La dette financière, d'un montant de 15,1 M€ au 30 juin 2016, est formée à hauteur de 7,7 M€ de la dette de location financement⁶⁹, le solde étant constitué des lignes d'emprunt, dettes sur participation (*earn-out*) et avances remboursables.

La valeur des titres Raydiall, fixée à 8,6 M€, résulte de l'actualisation de la quote-part de résultat net prévisionnel figurant dans le *Business Plan* de la Direction.

L'incidence éventuelle d'une revalorisation des intérêts minoritaires a été jugée non significative.

⁶⁸ Au regard de la situation de Radiall structurellement excédentaire en *cash* (§ 3.5).

⁶⁹ Crédit-bail immobilier et mobilier respectivement sur des bâtiments et des machines industriels.

Ledouble

4.1.5.2. Trésorerie nette financière en valorisation intrinsèque

La trésorerie nette financière que nous retenons en valorisation intrinsèque à hauteur de 61,0 M€ est détaillée ci-après :

M€	30/06/2016
Trésorerie nette - approche analogique	67,4
Economie d'impôt future liée à l'amortissement	1,9
Provisions non courantes	(11,8)
Provisions courantes	(1,0)
IDA sur provisions	4,4
Trésorerie nette - approche intrinsèque	61,0

La consommation des déficits reportables a été modélisée dans les flux prévisionnels du *Business Plan* (§ 4.1.4).

Nous avons pris en compte dans la construction de la trésorerie nette financière en valorisation intrinsèque :

- l'économie d'impôt future de 1,9 M€ liée au différentiel entre le montant des investissements et celui des amortissements sur la période de prévisions⁷⁰ du *Business Plan* (§ 4.4.1.2)⁷¹ ;
- les provisions pour risques et charges, courantes et non courantes, d'un montant respectivement de 11,8 M€ et 1,0 M€, comprenant pour l'essentiel des indemnités de fin de carrière (§ 3.5) ;
- les économies d'impôts sur les provisions pour risques et charges susmentionnées, à hauteur de 4,4 M€⁷².

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions, ci-après, l'absence de prise en compte, en tant que méthodes d'évaluation, de l'actualisation des dividendes (§ 4.2.1), de la réévaluation de l'actif net comptable (§ 4.2.2), ainsi que de la référence à la valeur des titres Radial SA dans les comptes d'Hodiall (§ 4.2.3).

⁷⁰ Période explicite (jusqu'en 2021) et Période d'extrapolation (jusqu'en 2025) (§ 4.4.1.2).

⁷¹ Sur la période de prévisions du *Business Plan*, le niveau des Capex prévisionnels est supérieur à celui des amortissements. Nous estimons que l'amortissement complet de ces investissements générera une économie d'impôt actualisée d'un montant total de 1,9 M€, traité séparément du calcul de la valeur terminale.

⁷² Sous la forme d'un impôt différé actif (IDA).

Ledouble

4.2.1. Actualisation des dividendes ou *Discounted Dividend Model* (DDM)

La méthode d'actualisation des dividendes futurs permet d'apprécier la valeur de rendement de titres détenus par des actionnaires minoritaires.

A titre indicatif, les dividendes nets par action versés par la Société à ses actionnaires sur la dernière décennie sont variables en valeurs absolues et en taux de distribution :

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Radiall SA										
Dividende par action (€)	1,12	1,30	0,95	0,75	0,85	0,90	1,15	1,50	2,50	2,50
Résultat net par action (€)	1,46	4,34	2,34	(5,17)	1,25	2,94	7,82	8,07	11,51	16,72
Taux de distribution statutaire (%)	76,7%	30,0%	40,6%	-	68,0%	30,6%	14,7%	18,6%	21,7%	15,0%
Radiall - Consolidé										
Dividende par action (€)	1,12	1,30	0,95	0,75	0,85	0,90	1,15	1,50	2,50	2,50
Résultat net par action (€)	8,68	5,87	3,56	(6,40)	2,24	2,62	7,31	9,48	17,20	16,01
Taux de distribution consolidé (%)	12,9%	22,1%	26,7%	-	37,9%	34,4%	15,7%	15,8%	14,5%	15,6%

La Société n'ayant par ailleurs pas communiqué d'objectifs de dividendes futurs, la méthode DDM s'avère inopérante.

Nous avons mis en œuvre, en tant que principale méthode d'évaluation, l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, qui intègre par construction le potentiel de distribution de dividendes (§ 4.4.1).

4.2.2. Actif Net Réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif ou au passif à ce jour.

Les actifs immobilisés du Groupe étant intégralement affectés à l'exploitation, nous n'avons pas envisagé de procéder à la réévaluation de l'ANC qui, pour mémoire, ressort à environ 119,3 €⁷³ par action au 30 juin 2016.

4.2.3. Valeur des titres Radiall SA dans les comptes d'Hodiall

La référence à la valeur des titres Radiall SA dans les comptes d'Hodiall ne peut être retenue en tant que méthode d'évaluation, dans la mesure où cette valeur correspond au coût d'acquisition, très nettement inférieur à la valeur réelle de l'Action.

⁷³ Capitaux propres consolidés part du Groupe : 207,3 M€ (§ 3.5) / 1.736.986 actions (§ 2.3).

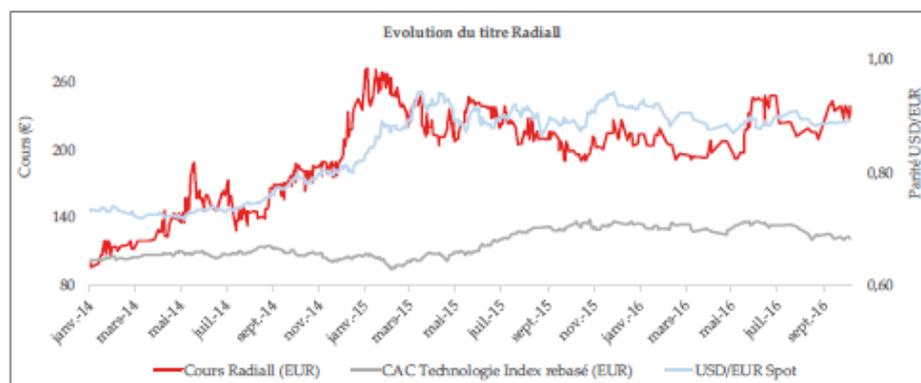
Ledouble

4.3. Référence au cours de bourse et aux dernières transactions intervenues sur le capital de Radiall SA

Introduite en bourse en 1989 sur le second marché, l'Action est cotée sur le marché Euronext Paris (compartiment B) (§ 2.1.1).

4.3.1. Analyse historique du cours de bourse

Nous présentons ci-dessous l'évolution du titre Radiall SA de début 2014 jusqu'au 7 octobre 2016, date de la dernière cotation avant le dépôt du Projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF :



De manière générale, nous notons que l'évolution du cours du titre Radiall SA et de l'indice CAC Technologie dont la Société fait partie divergent⁷⁴ ; une décorrélation est également observable depuis fin 2013 entre le cours du titre Radiall SA et celui de ses comparables boursiers (§ 4.4.2.2). *A contrario*, le cours de l'Action présente une relative corrélation⁷⁵ avec la parité de change \$ / €, le titre Radiall SA ayant apparemment bénéficié sur la période analysée du renforcement du dollar par rapport à l'euro qui contribue aux performances du Groupe.

Le tableau ci-après synthétise les cours moyens pondérés par les volumes (CMPV) au 7 octobre 2016, sur une période de 250 jours⁷⁶ :

⁷⁴ Le cours du titre des comparables boursiers TE Connectivity, Amphenol, et Hirose Electric présente en revanche une corrélation avec l'indice sectoriel (S&P 500 IT) et, en ce qui concerne Hirose Electric, avec la parité de change USD / JPY (§ 4.4.2.2).

⁷⁵ Le coefficient R^2 ressort en l'occurrence à 67% ; en termes statistiques, le coefficient R^2 , compris entre 0 et 1, permet d'apprécier l'intensité de la corrélation entre les variables ; plus ce coefficient tend vers 1, plus cette corrélation est avérée.

⁷⁶ Source : *Bloomberg*.

Ledouble

Date de référence	7-oct.-16
Spot	240,00 €
Moyenne pondérée 20 jours	232,96 €
Moyenne pondérée 60 jours	226,81 €
Moyenne pondérée 120 jours	219,55 €
Moyenne pondérée 250 jours	229,85 €
+ haut 250 jours	272,00 €
+ bas 250 jours	191,00 €

Sur cette période de référence de 250 jours, le plus bas a été atteint le 22 septembre 2015 à 191,00 € et le plus haut le 16 janvier 2015 à 272,00 €.

Durant les 250 derniers jours de cotation décomptés depuis le 7 octobre 2016, la rotation est de 11,2% sur la fraction du capital hors Concert⁷⁷ représentant à cette même date 7,8% du capital (§ 2.3), illustrant la faible liquidité du titre Radiall SA.

Au dernier jour de cotation, le cours de l'Action s'établissait à 240 €.

4.3.2. Dernières transactions intervenues sur le capital de Radiall

Le titre Radiall SA a fait l'objet de deux transactions significatives hors marché au cours des 24 derniers mois :

- rachat par Hodiall le 23 octobre 2015 de 33.000 actions⁷⁸ auprès d'un investisseur institutionnel de la place de Paris au prix de 235 € par action ; cette transaction a fait l'objet d'une déclaration⁷⁹ à l'AMF ;
- rachat par Hodiall le 30 mars 2015 de 40.000 actions⁸⁰ auprès d'un fonds d'investissement étranger au prix de 195 € par action ; cette transaction a fait l'objet d'une déclaration à l'AMF⁸¹.

⁷⁷ Constitué d'Orfim (5,32%), de La Financière de l'Échiquier (1,54%) et des autres actionnaires hors Concert (0,97%) (§ 2.3).

⁷⁸ Environ 1,9% du capital.

⁷⁹ Déclaration 2015DD396506. [\[En ligne\]](#).

⁸⁰ Environ 2,3% du capital.

⁸¹ Déclaration 2015DD361743. [\[En ligne\]](#).

Ledouble

La Société a par la suite racheté auprès d'Hodially les actions concernées par ces deux transactions au prix de 195 € par action⁸²; ces opérations de rachat de titres ont également été déclarées à l'AMF.

La Direction nous a confirmé que ces transactions étaient, à sa connaissance, les dernières transactions de blocs de titres intervenues sur le titre Radially SA.

Nous avons par ailleurs eu accès à la documentation relative à une proposition de cession de titres Radially SA de la part d'un actionnaire, valide jusqu'au 7 octobre 2016.

4.3.3. Objectifs de cours

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

4.4. Méthodes d'évaluation retenues

4.4.1. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flows* (DCF)

Nous avons recherché une valeur intrinsèque du titre Radially SA en actualisant, à compter du 30 juin 2016, les flux de trésorerie prévisionnels issus du plan d'affaires 2016-2021 de la Direction (le « *Business Plan* ») pour déterminer la valeur d'entreprise de Radially et en déduire une valeur de capitaux propres du Groupe intégrant la trésorerie nette financière (§ 4.1.5.2).

4.4.1.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise *via* les flux de trésorerie d'exploitation disponibles⁸³ générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

La valeur résiduelle ou valeur terminale, calculée au-delà de la période explicite de prévisions, se fonde sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable, et tient ainsi compte

⁸² Transactions entre Hodially et Radially SA réalisées respectivement :

- le 19 octobre 2015 concernant les 40.000 titres acquis auprès d'un fonds d'investissement étranger. [\[En ligne\]](#),
- et le 18 février 2016 concernant les 33.000 titres acquis auprès d'un investisseur institutionnel de la place de Paris, englobés dans un rachat par Radially SA à Hodially de 34.000 titres. [\[En ligne\]](#).

⁸³ Résultat d'exploitation ou résultat opérationnel net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

Ledouble

d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (au travers du taux de croissance perpétuel).

La valeur d'entreprise des activités opérationnelles est majorée de la trésorerie nette financière ou minorée de l'endettement net financier afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres.

4.4.1.2. Business Plan

Le *Business Plan* qui nous a été communiqué s'étend sur la période 2016-2021 (la « Période explicite ») ; il s'inscrit dans le cadre d'actions stratégiques globales à plus long terme (2025) visant à faire évoluer le modèle économique du Groupe. Les principales hypothèses sous-tendant les prévisions qui y sont incluses se résument comme suit :

- progression annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 5,5%⁸⁴ soutenue notamment par le marché de l'aéronautique civile ;
- maintien du niveau de profitabilité atteint par le Groupe depuis 2014 ; le taux de marge annuelle moyen d'EBITDA retenu sur la Période explicite est d'environ 20%⁸⁵ ;
- évolution du Groupe dans un environnement à taux de change⁸⁶ et de conditions d'achat de matières premières⁸⁷ constants ;
- hausse du niveau d'investissements (Capex) par rapport à l'historique à une moyenne de 5,8% du chiffre d'affaires (*versus* 3,9% en moyenne entre 2010 et 2015) pour couvrir les besoins de modernisation des installations existantes et d'extension des capacités productives à l'étranger ;
- estimation du besoin en fonds de roulement (BFR) à 75 jours de chiffre d'affaires, en lien avec les besoins de financement d'exploitation des derniers exercices, sans préjuger des pressions auxquelles le BFR pourrait être soumis dans le futur, notamment sur le secteur aéronautique (§ 3.3.2).

A la suite de notre examen critique du *Business Plan*, nous avons révisé les prévisions de dotations aux amortissements, en lien avec la hausse des investissements envisagée par la Direction⁸⁸.

⁸⁴ La progression annuelle moyenne du chiffre d'affaires entre 2016 et 2020 est proche de celle de 6% anticipée sur le marché global de la connectique (§ 3.3.1).

⁸⁵ 20,2%-20,3% de 2016 à 2020 et 19,8% en 2021.

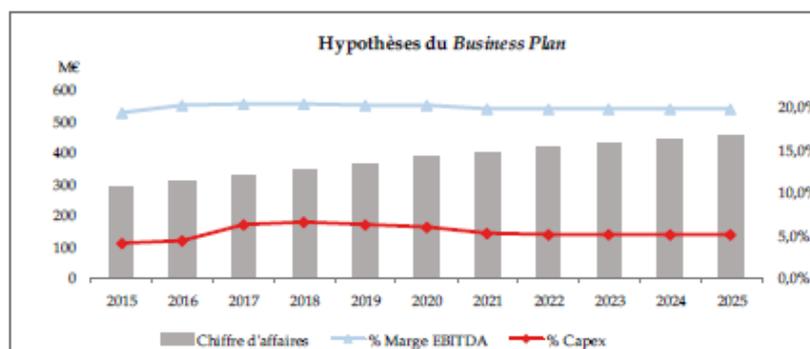
⁸⁶ Parité de change € / \$ = 1,1 (équivalent à la parité de change € / \$ à fin 2015).

⁸⁷ Cuivre, or, ... (§ 3.3.3).

⁸⁸ L'incidence de cette modification sur la valeur unitaire de l'Action est d'environ + 5 €.

Ledouble

La Direction tablant sur la poursuite de la phase de croissance du Groupe à l'issue de la Période explicite, nous avons extrapolé le *Business Plan* sur une période de transition de quatre années supplémentaires jusqu'en 2025 (la « Période d'extrapolation »), afin d'appréhender, à hypothèses invariantes, la complète maturité des activités et de la rentabilité du Groupe dans son périmètre et sa configuration actuels, et de capter le potentiel de création de valeur à long terme qui en découle au travers de la valeur terminale :



La prolongation du *Business Plan* sur la Période d'extrapolation et la détermination de la valeur terminale au-delà de 2025 reposent sur les hypothèses suivantes :

- une réduction progressive de la croissance du chiffre d'affaires tendant vers 2,0% en année terminale, en lien avec les prévisions d'inflation à long terme⁸⁹ sur les zones Euro et Etats-Unis (§ 3.1) ;
- un taux d'EBITDA d'environ 20% du chiffre d'affaires consolidé, en ligne avec le taux de marge prévisionnel retenu par la Direction à la fin de la Période explicite ;
- un niveau de dotations aux amortissements convergeant progressivement vers celui des investissements, flux estimé à 5,0% du chiffre d'affaires en valeur terminale, à l'issue des dépenses de modernisation de la Période explicite ; ce niveau de Capex pour la Période d'extrapolation est compatible avec celui observé sur les comparables boursiers (§ 4.4.2.2) ;
- un ratio de besoin en fonds de roulement (BFR), rapporté au chiffre d'affaires, de 20,5% (environ 75 jours de chiffre d'affaires) constant sur l'ensemble de la Période d'extrapolation et comparable au même ratio de la Période explicite⁹⁰.

⁸⁹ FMI (2015). Perspectives de l'économie mondiale, p. 185. [\[En ligne\]](#).

⁹⁰ Cette hypothèse revient à considérer que le BFR évolue au même rythme que le chiffre d'affaires.

Ledouble

Nous avons retenu, sur la Période explicite, la Période d'extrapolation et en année normative, des taux d'imposition sur les sociétés de 34,43%⁹¹ et de 32,00 %⁹² respectivement pour les implantations du Groupe localisées en France et hors hexagone. Le stock de déficits reportables au 30 juin 2016 est consommé sur la Période explicite, au rythme des bénéfices attendus dans le *Business Plan* (§ 4.1.4 et § 4.1.5.2).

Après examen détaillé du *Business Plan* en relation avec la Direction et des responsables opérationnels de l'activité aéronautique⁹³, qui contribue de façon essentielle à l'activité et à la rentabilité du Groupe (§ 3.1 et § 3.4.1), nous estimons que les niveaux de croissance et de rentabilité qui y sont retenus, ainsi que le postulat d'un environnement économique non dégradé par rapport à la situation présente combiné à une parité de change \$ / € invariante, confèrent à ces prévisions un caractère volontariste à l'échelle de Radiall ; ces hypothèses se recoupent avec les performances attendues des comparables, de taille toutefois plus importante que celle du Groupe (§ 4.4.2.2 et annexe 7).

4.4.1.3. Taux d'actualisation

Nous avons raisonné en coût du capital pour déterminer le taux d'actualisation, en considérant que la valeur du Groupe n'était pas impactée par sa structure financière ; nous avons ainsi calculé le taux d'actualisation directement à partir du beta de l'actif économique moyen, estimé à 1,10 sur l'échantillon des sociétés cotées comparables (§ 4.4.2.2).

Les autres paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation sont :

- un taux sans risque de 0,5% correspondant à la moyenne 12 mois des OAT 10 ans⁹⁴,
- une prime de risque du marché français estimée à 8,5%⁹⁵, et
- une prime de risque spécifique *a minima* de 2%, pour traduire la différence de taille entre Radiall et ses comparables boursiers (§ 4.4.2.2).

⁹¹ Taux de droit commun (33,33%) pondéré par la contribution sociale sur les bénéfices de (3,3%) sur la fraction de l'impôt excédant 763.000 €.

⁹² Le taux de 32% hors hexagone résulte d'une moyenne des taux d'imposition et des niveaux d'activité communiqués par la Direction par zone géographique.

⁹³ *Business Unit* Connecteurs Multi Contacts.

⁹⁴ Source : Banque de France. [\[En ligne\]](#).

⁹⁵ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à 9,0% (Source : Ledouble).

Ledouble

Le niveau de prime spécifique à 2 %⁹⁶ présentement retenu, en lien avec ce différentiel de taille, est cohérent avec les études académiques publiées sur ce sujet^{97, 98}.

Le taux d'actualisation a ainsi été estimé à 11,9% :

Taux sans risque	0,5%
Beta médian désendetté 5 ans - comparables	1,10
Prime de risque	8,5%
Prime de taille	2,0%
Taux d'actualisation	11,9%

4.4.1.4. Synthèse de la valeur en DCF

Après prise en compte de la trésorerie nette financière du Groupe à hauteur de 61,0 M€ (§ 4.1.5.2), nous présentons ci-après une analyse de sensibilité de la valeur de la valeur de l'Action aux variations croisées (i) du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuel retenu pour le calcul de la valeur terminale et (ii) du taux de marge d'EBITDA (susceptible d'être affecté notamment par la parité de change \$ / €⁹⁹) et du niveau d'investissements normatif par rapport au chiffre d'affaires¹⁰⁰.

⁹⁶ Consensus de place et étude longitudinale du différentiel de rendement entre « *small cap* » et « *large cap* ».

⁹⁷ Dont :

- DUPH & PHELPS (2016). *2016 Valuation Handbook. Guide to Cost of Capital*. Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons, Inc. (analyse longitudinale conduite sur plusieurs décennies), chapitre 7, pp. 7-9 à 7-11 ;
- BAJAJ, Mukesh, DENIS, David J., FERRIS, Stephen P., SARIN, Atulya (2011). « *Firm Value and Marketability Discounts* ». [\[En ligne\]](#) ;
- SFEV (2008). « Groupe de travail Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières », septembre. [\[En ligne\]](#).

⁹⁸ Pour mémoire, une prime équivalente avait été appliquée dans le calcul du taux d'actualisation lors de l'OPRA, afin de traduire une taille de Radiall plus réduite que celles des autres sociétés comparables retenues dans l'échantillon et utilisées pour définir le beta de l'activité (cf. note d'information de l'OPRA, p. 58. [\[En ligne\]](#)). Ces comparables ont été de nouveau mobilisés dans le cadre de l'Offre, à l'exception de ceux ne pouvant plus être cités en tant que tels pour les raisons indiquées *infra* : Molex Incorporated, Powerwave Technologies et Tyco Electronics (§ 4.4.2.1).

⁹⁹ Source : *Bloomberg* (consensus à horizon 2021).

¹⁰⁰ À titre indicatif, la valeur terminale actualisée (155 M€) représente environ 44% de la valeur d'entreprise (351 M€) en hypothèse centrale, et correspond avant actualisation (449 M€) à un multiple d'EBITDA de 4,9x et à un multiple d'EBIT de 6,6x à horizon 2025.

Ledouble

Dans les tables de sensibilité suivantes, nous estimons raisonnable d'encadrer la variation des paramètres dans les amplitudes de -0,5% à +0,5% pour le taux d'actualisation, de -0,25% à +0,25% pour le taux de croissance perpétuelle, de -1% à +1% pour le ratio d'EBITDA sur chiffre d'affaires et de -1% à +1% pour le ratio de Capex sur chiffre d'affaires :

(i) Analyse de sensibilité – paramètres d'actualisation

DCF - Analyse de la sensibilité de la valeur d'entreprise (M€)

		Taux de croissance				
		1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
Taux d'actualisation	10,9%	381	386	391	397	403
	11,4%	361	365	370	375	380
	11,9%	343	347	351	355	360
	12,4%	327	330	334	337	341
	12,9%	312	315	318	321	325

DCF - Analyse de la sensibilité de la valeur des capitaux propres (M€)

		Taux de croissance				
		1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
Taux d'actualisation	10,9%	443	448	454	460	466
	11,4%	422	427	432	437	442
	11,9%	404	408	412	416	421
	12,4%	387	390	394	398	402
	12,9%	371	375	378	381	385

DCF - Analyse de la sensibilité de la valeur unitaire (€)

		Taux de croissance				
		1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
Taux d'actualisation	10,9%	255	258	261	265	268
	11,4%	243	246	248	251	255
	11,9%	232	235	237	240	242
	12,4%	223	225	227	229	231
	12,9%	214	216	218	219	222

La valeur centrale de l'Action, qui ressort à 237 €, s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre 225 € et 251 €.

Ledouble

- (ii) *Analyse de sensibilité – taux de marge (EBITDA) et niveau d'investissements (Capex)*

DCF - Analyse de la sensibilité de la valeur d'entreprise (M€)

		Capex (% CA)				
		7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%
EBITDA (% CA)	21,8%	360	369	377	386	395
	20,8%	346	355	364	373	382
	19,8%	333	342	351	360	369
	18,8%	320	329	338	346	355
	17,8%	306	315	324	333	342

DCF - Analyse de la sensibilité de la valeur des capitaux propres (M€)

		Capex (% CA)				
		7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%
EBITDA (% CA)	21,8%	419	429	438	448	458
	20,8%	406	415	425	435	445
	19,8%	392	402	412	422	431
	18,8%	379	389	399	408	418
	17,8%	366	375	385	395	405

DCF - Analyse de la sensibilité de la valeur unitaire (€)

		Capex (% CA)				
		7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%
EBITDA (% CA)	21,8%	244	250	255	261	267
	20,8%	235	241	246	252	258
	19,8%	226	231	237	243	248
	18,8%	217	222	228	234	239
	17,8%	207	213	219	224	230

La valeur centrale de l'Action, qui ressort à 237 €, s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre 222 € et 252 €.

- (iii) *Intervalle de valeurs en DCF*

En définitive, l'intervalle de valeurs de l'Action en DCF ressort entre 222 € et 252 €, avec une valeur centrale de 237 €.

Ledouble

4.4.2. Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation de l'Action par référence aux multiples d'EBITDA et d'EBIT d'un panel que nous avons constitué à partir d'une sélection de groupes réputés comparables sur les critères mentionnés ci-après.

4.4.2.1. Étendue et composition de l'échantillon de comparables boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, d'entités cotées strictement comparables à Radiall réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de cycle de vie, de taux de marge d'exploitation et de zone d'implantation.

En considérant les critères de secteur d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, nous avons cependant constitué un échantillon composé de sociétés cotées¹⁰¹ à la tête de groupes de différentes tailles, spécialisés dans la fabrication et/ou la commercialisation de composants et solutions d'interconnexion (le « Panel »), étant toutefois rappelé le profil ETI de Radiall, dont le modèle économique différencie le Groupe de ses compétiteurs à l'échelle internationale (§ 3.2).

Les performances prévisionnelles et le profil de ces comparables boursiers sont présentés en annexe 7 et en annexe 8.

¹⁰¹ Nous rappelons à cet égard que Rosenberger et Souriau, présents dans l'environnement concurrentiel de Radiall, ne sont pas cotés (§ 3.2) ; en outre, les comparables suivants, mobilisés dans le cadre de l'OPRA, n'ont plus lieu d'être cités en tant que tels :

- **Molex Incorporated** : racheté en 2013 par Koch Inc., conglomérat américain, non coté ;
- **Powerwave Technologies** : défaut en 2013 ;
- **Tyco Electronics** : devenu TE Connectivity, inclus dans le Panel.

Les activités des sociétés PC-Tel et Japan Avionics, que nous avons initialement identifiées en tant que comparables potentiels, ont été jugées trop éloignées de celle du Groupe, de l'avis même de la Direction. L'insertion de ces sociétés dans l'échantillon de comparables aurait eu pour conséquence de réduire la valeur obtenue par l'approche analogique des multiples boursiers.

Nous avons également éliminé, après examen approfondi de leurs caractéristiques, des sociétés citées dans les notes de *brokers* de TE Connectivity, Amphenol, Hirose Electric et Huber + Suhner (Acuity Brands, Alps Electric, Corning, Hewlett Packard Enterprise, Hubbell, Methode Electronics, Murata Mfg, Palo Alto Networks, Samsung Electronics).

Ledouble

4.4.2.2. Modalités de calcul des multiples d'EBITDA et d'EBIT par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser le Groupe sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation, les niveaux de profitabilité et de rentabilité du Groupe et des comparables boursiers n'étant en outre pas parfaitement homogènes ;
- de résultat net (PER), qui ne tiennent pas compte des écarts de structure financière et de taux d'imposition.

Nous avons retenu les multiples d'EBITDA et d'EBIT.

Les multiples médians du Panel pour la période 2016 à 2018 sont présentés ci-après¹⁰² :

	EBITDA			EBIT		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
TE Connectivity	9,9x	9,3x	8,8x	13,0x	11,9x	11,1x
Amphenol	15,0x	13,8x	12,9x	17,8x	16,3x	15,2x
Hirose Electric	7,9x	7,7x	7,4x	10,2x	9,9x	9,5x
Huber + Suhner	9,5x	8,6x	8,1x	14,4x	12,7x	11,7x
Médiane	9,7x	8,9x	8,4x	13,7x	12,3x	11,4x

Nous avons déterminé les multiples de chacune des entités du Panel sur la base de (i) la capitalisation boursière moyenne 30 jours¹⁰³ des entités qui le composent, majorée de leur endettement net comptable (ou le cas échéant majorée de leur trésorerie nette comptable) et retraitée de la valeur nette comptable des intérêts minoritaires et (ii) des estimations d'agrégats issues du consensus d'analystes¹⁰⁴.

Les multiples d'EBITDA et d'EBIT ont été appliqués aux agrégats 2016, 2017 et 2018 correspondants du *Business Plan*.

¹⁰² Nous n'avons rebasé que les multiples d'Hirose Electric, dont la date de clôture des comptes est le 31 mars, en considérant que la calendarisation des multiples de TE Connectivity, dont la date de clôture des comptes est le 30 septembre, influencerait peu sur la valorisation ; les comptes d'Amphenol et d'Huber + Suhner, comme ceux de Radiall, sont clôturés le 31 décembre.

¹⁰³ Cours moyens pondérés 30 jours appliqués à un nombre d'actions retraité des actions auto-détenues.

¹⁰⁴ Source : Bloomberg.

Ledouble

La décote de 20 % qu'il nous a paru nécessaire d'appliquer aux multiples traduit le risque spécifique que supporte le Groupe par rapport à ses comparables, compte-tenu du différentiel de taille impliquant notamment des niveaux d'exposition aux risques clients et sectoriels différents ; elle est cohérente¹⁰⁵ avec la prime spécifique de 2% intégrée en valorisation intrinsèque dans le taux d'actualisation (§ 4.4.1.3) et se situe dans la fourchette des décotes de taille évoquées dans la littérature financière^{106 107}.

4.4.2.3. Synthèse de la valeur par les comparables boursiers

Avec l'application des multiples médians appliqués aux agrégats prévisionnels, et après prise en compte de la trésorerie nette financière du Groupe à hauteur de 67,4 M€ (§ 4.1.5.1), la valeur unitaire de l'Action s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre 312 € et 318 € pour les multiples d'EBITDA et entre 341 € et 353 € pour les multiples d'EBIT, soit un intervalle de valeurs, tous multiples confondus, de 312 € à 353 € :

M€	EBITDA			EBIT		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Agrégats	62,2	66,7	70,2	49,8	54,2	57,4
Multiple médian avant décote	9,7x	8,9x	8,4x	13,7x	12,3x	11,4x
Décote	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Multiple médian après décote	7,8x	7,1x	6,7x	11,0x	9,8x	9,1x
Valeur d'entreprise	484	476	474	547	533	524
Trésorerie nette financière	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4
Valeur des capitaux propres	552	544	541	614	601	592
Nombre d'actions	1 736 986	1 736 986	1 736 986	1 736 986	1 736 986	1 736 986
Valeur par action (€)	318	313	312	353	346	341

¹⁰⁵ La décote de 20% appliquée sur les multiples boursiers est proche de la décote implicite obtenue en DCF sur la valeur d'entreprise, par application de la prime spécifique de 2% dans le taux d'actualisation (§ 4.4.1.3).

¹⁰⁶ Dont :

- GRENA, Eric (2002). « Analyse financière », 4^{ème} trimestre. La décote de taille serait en l'occurrence applicable en fonction du rapport entre la capitalisation boursière de la société à évaluer et la capitalisation boursière moyenne du panel de comparables, pour acter le différentiel de taille entre Radiall et ses comparables.
- SFEV (2008). « Groupe de travail Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières », septembre. [\[En ligne\]](#).

¹⁰⁷ Pour mémoire, nous avons considéré lors de l'OPRA qu'au vu de la différence entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant le panel de comparables retenus et de celle de Radiall, une décote de taille aurait théoriquement trouvé à s'appliquer aux multiples, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de Radiall ; nous l'avons toutefois écartée, afin d'extérioriser le maximum de valeur par l'évaluation comparative (cf. note d'information de l'OPRA, p. 53. [\[En ligne\]](#)).

Ledouble

La méthode des multiples boursiers extériorise des valeurs sensiblement supérieures à celles obtenues en DCF ; le décalage entre Radiall et ses concurrents est observable historiquement en annexe 9.

4.4.3. Valorisation analogique par les comparables transactionnels

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation de l'Action par référence aux multiples d'EBITDA¹⁰⁸ d'un panel que nous avons constitué à partir d'une sélection de transactions observées sur les trois dernières années dans le secteur de la connectique, incluant le rachat en juillet 2015 du groupe Van-System par Radiall SA.

La méthode des comparables transactionnels nous paraît, sur le plan pratique, moins applicable que celle des comparables boursiers, dans la mesure où relativement peu de transactions sont intervenues récemment dans l'industrie des composants électroniques, et où l'information qui s'en dégage est parcellaire¹⁰⁹ nonobstant nos recherches dans la base de données transactionnelles que nous exploitons¹¹⁰ et les communiqués relatifs à ces opérations.

Nous avons néanmoins mis en œuvre cette méthode de valorisation à titre de recoupement en calculant la valeur de marché théorique de l'Action pour un investisseur, par application du multiple d'EBITDA médian calculé sur une sélection de transactions¹¹¹ présentées en annexe 10, qui à l'exception du rachat de Van-System par Radiall SA, concernent des cibles de taille notablement supérieures¹¹² à Radiall^{113 114}.

Le multiple médian d'EBITDA avant et après prime de contrôle ressort sur cette sélection respectivement à 10,7x¹¹⁵ et à 8,4x¹¹⁶.

¹⁰⁸ Le niveau d'informations dont nous disposons est insuffisant pour présenter les multiples transactionnels d'EBIT.

¹⁰⁹ Notamment en ce qui concerne les éventuels accords d'actionnaires non publics.

¹¹⁰ *Mergermarket*.

¹¹¹ Incluant l'acquisition par Radiall SA de Van-System, d'une taille sensiblement inférieure à celle des autres opérations.

¹¹² Valorisations proches ou supérieures à 1 Md€.

¹¹³ L'Offre valorise le Groupe à environ 443 M€ = Nombre d'actions en circulation : 1.736.986 (§ 2.3)

* Prix d'Offre : 255 €.

¹¹⁴ Pour mémoire, les informations relatives aux transactions les plus récentes à l'époque de l'OPRA, i.e. postérieures à la crise boursière de l'automne 2008 dans le secteur de la connectique, n'extériorisaient pas les multiples nécessaires à la valorisation analogique de Radiall (cf. note d'information de l'OPRA, p. 50. [\[En ligne\]](#)).

¹¹⁵ Versus 10,9x hors Van-System.

¹¹⁶ Versus 8,6x hors Van-System.

Ledouble

Nous fondons notre estimation empirique de la prime de contrôle *a minima* de 27%¹¹⁷, sur plusieurs sources, dont notre analyse des primes offertes dans le cadre des offres publiques de 2013 à 2015¹¹⁸.

En définitive, la valeur indicative de l'Action par les multiples transactionnels à 338 € se positionnerait dans la fourchette de valorisation de 312 € à 353 € par les comparables boursiers (§ 4.4.2.3).

M€	VE/EBITDA 2016
Multiple médian	8,4x
Agrégat Radiall 2016 estimé	62,2
Valeur d'entreprise	520,3
Trésorerie nette au 30/06/2016	67,4
Valeur des fonds propres	587,8
Nombre d'actions	1 736 986
Valeur par action (€)	338

¹¹⁷ Prime appliquée, par construction, au montant des transactions dans le calcul des multiples.

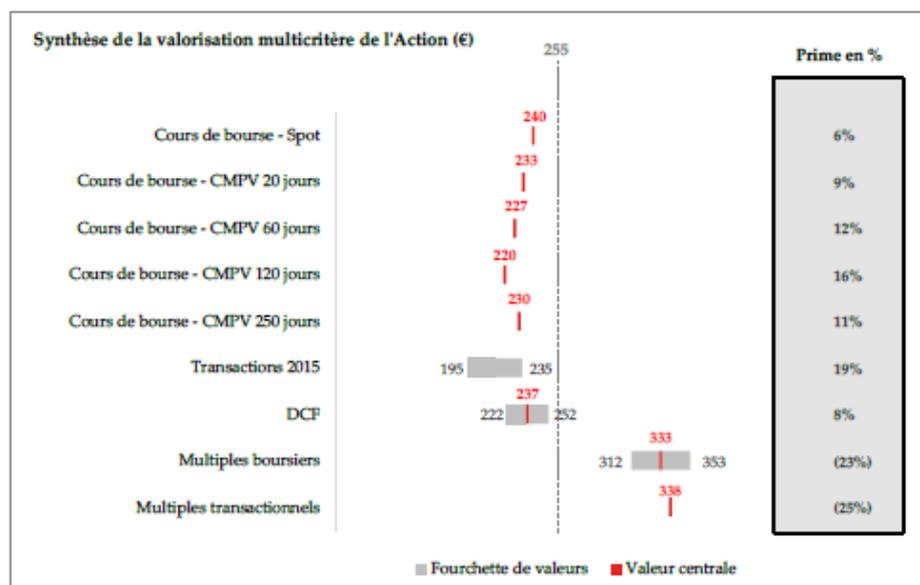
¹¹⁸ Sur cette période triennale, la prime moyenne, toutes opérations confondues, dégagée par les prix proposés dans le cadre des offres publiques ressort à environ 30% sur le cours moyen 3 mois avant l'annonce de l'opération (Source : Ledouble). Ce niveau de prime de l'ordre de 30% est corroboré par le bilan des offres publiques des trois premiers trimestres 2016, faisant état d'une prime de 30,1% sur la moyenne des cours des 2, 3 ou 4 derniers mois avant l'annonce de l'opération (Source : Journal des OPA, Bilan des offres publiques au 30 septembre 2016. [\[En ligne\]](#)).

Nous avons élargi ces données observées sur le marché français par l'analyse longitudinale intitulée « Primes de contrôle » menée en 2011 par PwC sur une décennie et à l'échelle européenne (acquisition de blocs d'actions de sociétés cotées sur la base de 2.017 transactions réalisées au cours des dix dernières années sur des cibles en Europe de l'Ouest) ; cette étude fait ressortir une prime moyenne sur l'acquisition de blocs de contrôle de 27% (s'échelonnant de 18% pour un capital visé jusqu'à 33,33%, à 36% pour un capital visé de 90% à 100%), relativement stable en dépit des phénomènes de crise et du nombre variable de transactions selon les années.

Ledouble

4.5. Synthèse de la valorisation multicritère de l'Action

Nous présentons ci-après les primes et les décotes induites par le positionnement du Prix d'Offre par rapport aux valeurs centrales¹¹⁹ du titre Radial SA estimées selon les différentes méthodes d'évaluation auxquelles nous avons eu recours (DCF, multiples boursiers, multiples transactionnels), ainsi que les éléments d'appréciation du Prix d'Offre que nous avons retenus (cours moyens pondérés sur longue période, transactions 2015) :



4.5.1. Cours moyens pondérés par les volumes

L'Offre, qui en termes de liquidité se substitue au marché sur lequel les échanges sont très limités, ouvre aux actionnaires une fenêtre de liquidité sur trois mois¹²⁰ leur permettant de monétiser l'Action dans des conditions que nous estimons favorables au regard du nombre très limité de transactions sur le titre Radial SA.

¹¹⁹ La valeur centrale présentée correspond :

- pour l'approche DCF, à la valeur centrale issue de nos travaux ;
- pour l'approche analogique par les comparables boursiers, au milieu de la fourchette de valeurs obtenues.

¹²⁰ Compte tenu de l'engagement de l'Initiateur d'acquérir, au Prix d'Offre, les titres Radial SA des actionnaires minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs titres à l'Offre, pour une période de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre, conformément aux règles de marché d'Euronext Paris du Livre II, article P 1.4.2 (§ 2.2).

Ledouble

Bien qu'en raison de la faible vélocité du titre, sous-tendant la demande de Radiation, et de sa décorrélation par rapport à celui des concurrents, le cours de bourse de l'Action ne puisse être considéré comme un critère d'évaluation en tant que tel, le Prix d'Offre extériorise néanmoins une prime (i) sur l'ensemble des cours moyens pondérés par les volumes sur une période étendue à 250 jours précédant le dépôt du projet d'Offre par l'Initiateur, d'une part, et (ii) sur le cours *spot* à la date de ce dépôt, d'autre part.

4.5.2. Transactions 2015

Le Prix d'Offre dépasse sensiblement le prix de cession à Hodiail en 2015 des participations de deux investisseurs professionnels (un investisseur institutionnel de la place de Paris et un fonds d'investissement étranger), sur une fraction du capital¹²¹ toutefois inférieure à l'ensemble des participations hors Concert¹²².

4.5.3. Évaluations analogiques

Les évaluations analogiques par les comparables boursiers et par les comparables transactionnels, bien qu'ajustées respectivement d'une décote de taille et d'une prime de contrôle, rendent compte, l'une du retrait des multiples de Radiall par rapport à ceux de ses compétiteurs observé historiquement dans un contexte de consolidation du secteur de la connectique (annexe 9), l'autre de l'asymétrie entre le Groupe et les sociétés impliquées dans ce mouvement de concentration¹²³.

Dans ces conditions, nous considérons que le recours aux évaluations analogiques de l'Action ne permet plus d'apprécier correctement la valeur de l'Action ; il pourrait toutefois contribuer à l'appréciation de l'équité d'un prix d'offre proposé pour un retrait obligatoire¹²⁴, qui n'est pas la qualification juridique de l'Offre.

¹²¹ Respectivement 1,9% et 2,3% du capital (§ 4.3.2).

¹²² 7,8%, dont :

- 5,3% détenus par Orfim,
- 1,5% détenus par La Financière de l'échiquier,
- et 1,0% détenus par les autres actionnaires hors Concert (§ 2.3).

¹²³ Cette concentration des acteurs est à relier à la réduction, par les effets de consolidation sectorielle, du nombre d'entités incluses dans le Panel par rapport à la composition de l'échantillon de comparables boursiers exploité dans le cadre de l'OPRA (§ 4.4.2.1) ; le modèle économique des comparables, notamment d'Amphenol, tend en outre à s'écarter de celui de Radiall, qui est resté à l'écart de ces opérations de regroupement.

¹²⁴ Dans l'hypothèse où l'actionnaire, contraint d'apporter ses titres, serait susceptible de réinvestir en bourse dans des entreprises du même secteur.

Ledouble

4.5.4. Évaluation intrinsèque

Au cas d'espèce, l'évaluation intrinsèque en DCF appréhende de façon rationnelle le potentiel de valorisation à long terme du Groupe dans sa configuration actuelle.

Nous constatons que la prime extériorisée par le Prix d'Offre sur la valeur centrale issue de cette méthode est cohérente avec la moyenne des primes offertes, au titre de ce même critère d'évaluation, sur l'ensemble des offres publiques intervenues au cours des deux derniers exercices clos¹²⁵.

Le Prix d'Offre est également supérieur à la borne haute de la fourchette de valorisation de l'Action en DCF.

¹²⁵ Primes offertes par rapport à la valeur intrinsèque hors extrêmes (« milieu de fourchette ») calculée par l'expert indépendant désigné par la cible, en référence à la méthode DCF ; Source indépendante de Ledouble : Ricol Lasteyrie Corporate Finance (RLCF), Observatoire des offres publiques :

- 7^{ème} édition, 2016. [[En ligne](#)], Primes des offres publiques 2015, p. 5 : +8,1% ;
- 6^{ème} édition, 2015. [[En ligne](#)], Primes des offres publiques 2014, p. 6 : +9,0%.

5. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation du titre Radiall SA réalisés par l'Établissement présentateur ; les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont globalement comparables à celles auxquelles il a eu recours.

Il ressort de la comparaison de nos travaux de valorisation avec ceux effectués par Oddo & Cie les principaux points suivants.

5.1. Comparaison des paramètres et méthodes d'évaluation

5.1.1. Trésorerie nette financière

L'Établissement présentateur a retenu une trésorerie nette financière de 67,7 M€ à la fois en valorisation intrinsèque et en valorisation analogique, appréhendée au 30 septembre 2016 en la majorant, par rapport au 30 juin 2016, du *cash* généré au cours du troisième trimestre 2016 (Q3 2016) ; dès lors les flux prévisionnels de trésorerie en DCF ont été actualisés par Oddo & Cie à compter du 30 septembre 2016, étant précisé que l'économie d'impôt au titre des déficits reportables figure en élément constitutif de la trésorerie nette financière.

Nous raisonnons sur une trésorerie nette financière de 61,0 M€ en valorisation intrinsèque (§ 4.1.5.2) et de 67,4 M€ en valorisation analogique (§ 4.1.5.1), sur la base des comptes semestriels 2016 ayant fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes (§ 4.1.1) ; corrélativement, nous avons actualisé les flux prévisionnels de trésorerie en DCF à compter du 30 juin 2016.

Nous présentons ci-après le passage entre la trésorerie nette financière que nous avons retenue en approche intrinsèque et la trésorerie nette financière calculée par l'Établissement présentateur :

M€	30/06/2016
Trésorerie nette - approche intrinsèque Ledouble	61,0
+ Génération de trésorerie Q3 2016	6,4
+ Economie d'impôt liée aux déficits reportables	4,0
+ Immobilisations financières	0,4
+ Différentiel valorisation titres Raydiall	(2,0)
(Economie d'impôt future liée à l'amortissement)	(1,9)
+ Autres	(0,2)
Trésorerie nette - Établissement présentateur	67,7

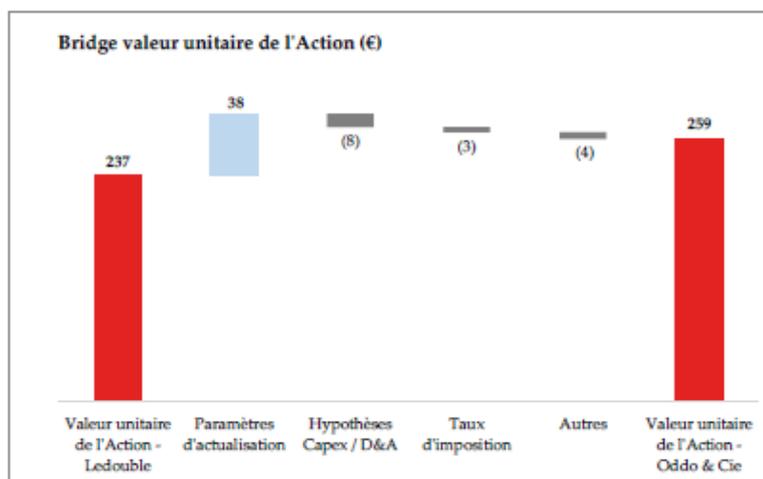
Ledouble

Au vu des développements précédents, les principaux écarts s'expliquent comme suit :

- nous avons intégré directement le flux de trésorerie du troisième trimestre 2016 ainsi que l'économie d'impôt liée aux déficits reportables dans notre modèle DCF en tant que composantes de la valeur d'entreprise ;
- nous n'avons pas assimilé les dépôts et cautionnements, comptabilisés en immobilisations financières et considérés comme nécessaires à la continuité d'exploitation, à la trésorerie financière ;
- nous avons estimé la valeur des titres Raydial à 8,6 M€ *versus* 6,6 M€ pour l'Établissement présentateur, soit un écart de valorisation de 2,0 M€ ;
- nous avons modélisé l'économie d'impôt future résultant du différentiel entre les amortissements et les investissements sur la Période explicite et la Période d'extrapolation (§ 4.1.5.2).

5.1.2. Valorisation intrinsèque (DCF)

La mise en œuvre de la méthode DCF nous conduits, en scénario central, à une valeur unitaire de l'Action de 237 €, à comparer à la valeur unitaire de l'Action de 259 € selon l'Établissement présentateur ; le rapprochement entre ces deux valeurs est matérialisée graphiquement ci-après, étant précisé qu'Oddo & Cie a comme nous extrapolé les prévisions du *Business Plan* jusqu'en 2025 :



Ledouble

L'écart de valeur de l'Action résulte essentiellement des périodes et taux d'actualisation. Les taux d'actualisation employés de part et d'autre se distinguent notamment sur les composantes du beta et de la prime spécifique¹²⁶.

Oddo & Cie a par ailleurs envisagé, en relation avec la Direction, un plan d'affaires alternatif au *Business Plan* simulant une parité de change \$ / € moins favorable que la parité actuelle et un retournement de cycle sur un des marchés du Groupe ; nous n'avons pas repris ce scénario à notre compte, les risques systémiques étant déjà intégrés dans le taux d'actualisation.

5.1.3. Valorisation analogique par les multiples boursiers

Les différences de mise en œuvre de l'approche analogique par les multiples boursiers avec l'Établissement présentateur ne sont pas significatives. En particulier, notre panel de comparables se recoupe avec celui d'Oddo & Cie.

Nous avons retenu les multiples boursiers non seulement d'EBITDA, mais également d'EBIT nonobstant les éventuelles différences de politiques d'amortissement.

Les écarts de valeurs obtenues résultent essentiellement de la décote de 20% que nous avons appliquée pour tenir compte du risque spécifique affectant le Groupe par rapport à ses comparables.

5.1.4. Référence aux cours de bourse

Les cours moyens pondérés par les volumes (CMPV) calculés de part et d'autre sur une période étirée à 250 jours sont globalement concordants.

¹²⁶ A titre d'information, la méthode directe que nous avons mise en œuvre conduirait à un taux d'actualisation égal à 10,1% en retenant un taux sans risque de 0,54%, un beta économique de 1,25, une prime de risque de marché de 7,66% et en excluant la prime spécifique de 2% (paramètres de l'Établissement présentateur).

Ledouble

5.2. Synthèse comparée sur la valorisation du titre Radiall SA

La comparaison chiffrée de nos travaux de valorisation de l'Action et de nos éléments d'appréciation du Prix d'Offre avec ceux de l'Établissement présentateur est présentée ci-après¹²⁷, étant précisé qu'Oddo & Cie a finalement écarté l'évaluation de l'Action par les multiples transactionnels :

€/action	Ledouble			Oddo & Cie		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Cours spot au 7 octobre 2016	n.a	240	n.a	n.a	240	n.a
CMPV 20 jours	210	233	244	210	233	244
CMPV 60 jours	192	227	249	192	227	250
CMPV 120 jours	191	220	249	191	220	250
CMPV 250 jours	191	230	272	191	230	273
DCF - plan d'affaires management	222	237	252	247	259	273
DCF - plan d'affaires alternatif	n.a	n.a	n.a	214	225	237
Multiples boursiers EBITDA	312	315	318	395	404	413
Multiples boursiers EBIT	341	347	353	n.a	n.a	n.a
Transactions internes	195	n.a	235	195	n.a	235
Transactions externes	n.a	338	n.a	n.a	n.a	n.a

¹²⁷ n.a. : non appliqué.

6. EXAMEN DES PLAINTES D'ACTIONNAIRES

Nous avons eu connaissance de plaintes de la part d'actionnaires concernant le principe de l'Offre et le niveau du Prix d'Offre Initial, au travers de demandes qui nous ont été adressées directement par des représentants d'Orfim et de La Financière de l'Échiquier à l'occasion d'une rencontre sollicitée par l'avocat de ces deux actionnaires, et d'un courrier anonymisé adressé à l'AMF, dont le contenu se recoupe avec les griefs invoqués par Orfim et La Financière de l'Échiquier. La réponse à ces plaintes, adressée à l'AMF par le conseil juridique de l'Initiateur et l'Établissement présentateur, nous a été transmise par ce dernier.

Nous n'avons pas eu connaissance d'autres démarches d'actionnaires auprès de la Société, ce que nous a par ailleurs confirmé la Direction, ni auprès du conseil juridique de l'Initiateur, de l'Établissement présentateur et de l'AMF.

Nous avons mené notre réflexion sur les conditions financières de l'Offre en examinant et en appréciant, au cas par cas, l'ensemble des griefs invoqués par les actionnaires qui se sont manifestés, et précisons que, pour partie, ces sujets ne relèvent pas de la Mission.

Nous rappelons en outre que notre attestation d'équité est délivrée à l'ensemble des actionnaires *i.e* indépendamment des considérations spécifiques à certains d'entre eux, dans un cadre juridique spécifique qu'il ne nous appartient pas d'apprécier.

7. ANALYSE DE LA SITUATION DES ACTIONNAIRES N'APPORTANT PAS LEURS TITRES À L'OFFRE

Afin de couvrir le périmètre de la Mission, que le Conseil de surveillance a élargi à l'émission d'un avis sur les conditions de l'Offre, non seulement pour l'actionnaire qui viendrait à l'Offre, mais également pour celui qui ne suivrait pas l'Offre (§ 1.1), nous rendons compte ci-après de notre analyse de la situation de ce dernier du point de vue financier, au regard de la relation en raison de l'annulation par la Cible des actions apportées à l'Offre (§ 7.1), de la perte des informations inhérentes à la cotation actuelle des titres de la Société (§ 7.2), et des économies de coûts que peut entraîner la Radiation (§ 7.3).

7.1. Relation en raison de l'annulation par la Cible des actions apportées à l'Offre

Nous avons simulé l'effet relatif pour le Concert et les actionnaires n'apportant pas leurs titres à l'Offre dans divers scénarios d'apport à l'Offre, et constatons, en marge de cet effet relatif, une perte du point de vue patrimonial limitée à environ 0,6%¹²⁸ pour le détenteur de titres Radial SA, dès lors que le Prix d'Offre (255 €) est comparé à la valeur centrale de l'Action en DCF (237 €), assimilée à sa valeur théorique.

Au regard du périmètre de l'Offre qui ne concerne qu'une fraction marginale (7,8%) du capital (§ 2.4) et à titre indicatif pour un actionnaire détenant 1% du capital avant l'Offre :

- dans l'hypothèse d'un taux d'apport à l'Offre de 50%¹²⁹, après prise en compte de la trésorerie décaissée¹³⁰ par Radial SA pour le rachat des titres¹³¹, le pourcentage de capital détenu par le même actionnaire après l'Offre est de 1,04%¹³² ;
- ce taux varie de 1,00% en cas de très faible taux d'apport à l'Offre, à 1,08%¹³³ en cas de taux d'apport à l'Offre maximal.

¹²⁸ Perte négligeable en cas de très faible taux d'apport à l'Offre, d'environ 0,3% en cas de taux d'apport à l'Offre de 50% et d'environ 0,6% en cas de taux d'apport à l'Offre maximal.

¹²⁹ Nombre de titres Radial SA visés par l'Offre : 136.037 (§ 2.3) * hypothèse de taux d'apport à l'Offre : 50% = Nombre de titres Radial SA apportés à l'Offre : 68.019 (arrondi).

¹³⁰ Nombre de titres Radial SA apportés à l'Offre en cas d'apport à 50% : 68.019 * Prix d'Offre : 255 € = Trésorerie décaissée pour le rachat des titres : 17.344.718 €.

¹³¹ Nombre de titres Radial SA en circulation : 1.736.986 (§ 2.3) * Prix d'Offre : 255 € = Valeur des titres avant l'Offre : 442.931.430 €.

¹³² $[1\% * \text{nombre de titres Radial SA en circulation} : 1.736.986] / [\text{nombre total de titres Radial SA en circulation} : 1.736.986 - \text{nombre de titres Radial SA apportés à l'Offre} : 68.019] = 1,04\%$.

¹³³ $[1\% * \text{nombre de titres Radial SA en circulation} : 1.736.986] / [\text{nombre total de titres Radial SA en circulation} : 1.736.986 - \text{nombre de titres Radial SA apportés à l'Offre} : 136.037] = 1,08\%$.

Ledouble

7.2. Droit à l'information

Le droit à l'information des actionnaires d'une société dont les titres sont radiés est, sous réserve des dispositions spécifiques pouvant être prises en la matière par les instances de gouvernance, potentiellement restreint au minimum requis réglementairement. Ce risque de déperdition d'information s'avère toutefois non quantifiable.

7.3. Économies de coûts afférents à la cotation des titres

Les coûts annuels, directs et indirects, induits par les contraintes juridiques liées à la cotation des actions de la Société s'élèvent à environ 0,4 M€, d'après les indications figurant dans le Projet de note d'information de l'Initiateur ; pour mémoire, ces dépenses retraités dans la modélisation DCF au taux de 11,9% (§ 4.4.1.3) représentent un montant de près de 5 M€, dont les actionnaires restant au capital de la Société pourraient potentiellement bénéficier. La rétrocession de cette somme aux actionnaires sortants du capital de la Société représente un montant relativement marginal¹³⁴ en comparaison de l'évaluation intrinsèque de l'Action.

¹³⁴ 5 M€ / Nombre d'actions en circulation : 1.736.986 = 2,9 €.

8. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action et de l'analyse d'ensemble de l'Offre qui n'est pas juridiquement un retrait obligatoire, nous formulons les constats suivants :

- Le niveau de prime extériorisée par le Prix d'Offre, sur la valeur intrinsèque de l'Action, est cohérent avec la moyenne historique des primes offertes, par référence à ce critère d'évaluation, sur l'ensemble des offres publiques ; il nous paraît couvrir, pour l'actionnaire apportant ses titres à l'Offre, à la fois :
 - la perte de liquidité, à relativiser au regard des faibles volumes de titres Radiall SA échangés en bourse ;
 - la restriction des informations publiques ayant bénéficié jusqu'alors aux actionnaires minoritaires du fait de la cotation de leurs titres, par définition difficilement chiffrable ;
 - la rétrocession des coûts inhérents à la cotation que la Radiation permettra d'économiser.
- Dans un contexte de concentration du secteur de la connectique, l'évaluation analogique de l'Action par des multiples de groupes de taille plus importante que celle de Radiall, et dont le modèle économique est différent, s'avère supérieure à sa valeur intrinsèque pour des raisons que nous avons analysées et qui ne permettent pas de considérer que cette approche au cas présent soit adaptée.

Dans les circonstances qui viennent d'être rappelées, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 255 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Radiall SA apportant leurs titres à l'Offre ; nous considérons par ailleurs que l'Offre ne préjudicie pas aux intérêts des actionnaires hors Concert désireux de conserver leurs titres, dans les conditions que nous avons précisées.

Fait à Paris, le 9 décembre 2016

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE

Ledouble

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble Annexe 1
- Principales étapes de l'expertise Annexe 2
- Liste des interlocuteurs rencontrés par Ledouble Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble Annexe 5
- Expertises financières réalisées par Ledouble Annexe 6
- Performances prévisionnelles des comparables boursiers Annexe 7
- Présentation de l'activité des comparables boursiers Annexe 8
- Présentation historique des multiples boursiers Annexe 9
- Multiples transactionnels Annexe 10

Ledouble

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble

- **Travaux préliminaires et prise de connaissance**
 - Revue de presse et recherches documentaires
 - Analyse de l'Offre et des spécificités de son cadre juridique
 - Etude de l'évolution historique du titre de la Société
 - Entretiens avec les représentants de la Société, de l'Initiateur et de son conseil juridique, ainsi que de l'Établissement présentateur

- **Travaux de valorisation**
 - Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants du Groupe
 - Constitution d'un panel de comparables boursiers
 - Recherche de transactions de référence
 - Requêtes documentaires
 - Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
 - Évaluation multicritère du titre de la Société

- **Rapport**
 - Réunions et entretiens téléphoniques
 - Rédaction d'une lettre de mission
 - Rédaction d'une proposition de lettre d'affirmation à l'attention des représentants de la Société et de l'Initiateur
 - Rédaction du Rapport
 - Administration et supervision de la mission

- **Rémunération**

Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 60.000 € (hors taxes et débours).

Ledouble

Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise

- Semaines du 26 septembre au 9 octobre 2016
 - Contacts préalables avec la Direction, le conseil juridique de l'Initiateur, ainsi que l'Établissement présentateur
 - Exploitation des informations publiques concernant le Groupe
 - Proposition d'intervention

- Semaine du 10 octobre au 16 octobre 2016
 - Accord de la Direction sur la proposition d'intervention
 - Désignation¹³⁵ de l'expert indépendant par le Conseil de surveillance
 - Contacts avec l'Établissement présentateur
 - Examen du Projet de note d'information¹³⁶ de l'Initiateur
 - Analyse de l'évolution du cours de bourse de la Société

- Semaine du 17 octobre au 23 octobre 2016
 - Requête documentaire
 - Contacts avec la Direction, le conseil juridique de l'Initiateur, ainsi que l'Établissement présentateur
 - Mise à disposition du *Business Plan* par la Direction
 - Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
 - Constitution d'un panel de comparables boursiers et transactionnels
 - Contact avec le conseil¹³⁷ d'Orfim et de La Financière de l'Échiquier¹³⁸ à la suite de la réception d'un courrier¹³⁹ adressé de sa part, pour le compte de ses clients, à l'expert indépendant

¹³⁵ Désignation de l'expert indépendant en date du 11 octobre 2016.

¹³⁶ Projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 10 octobre 2016.

¹³⁷ Visconti & Grundler, en la personne de Maître Julien Visconti.

¹³⁸ Fonds Commun de Placement Échiquier Value.

¹³⁹ Courrier en date du 19 octobre 2016.

Ledouble

➤ Semaine du 24 octobre au 30 octobre 2016

- Mise à jour de la requête documentaire et exploitation des informations reçues en réponse
- Contacts avec l'Établissement présentateur
- Rencontre avec les représentants d'Orfim¹⁴⁰ et de La Financière de l'Échiquier¹⁴¹
- Travaux préliminaires d'évaluation multicritère de l'Action
- Rédaction de la trame du Rapport

➤ Semaine du 31 octobre au 6 novembre 2016

- Mise à jour de la requête documentaire et exploitation des informations reçues en réponse
- Réunion avec le conseil juridique de l'Initiateur et examen de son analyse¹⁴² de l'Offre
- Réunion d'avancement avec la Direction et l'Établissement présentateur à l'issue de l'exploitation du *Business Plan* et des travaux préliminaires d'évaluation multicritère de l'Action
- Examen d'un courrier¹⁴³ adressé à l'AMF, par le conseil d'actionnaires de la Société

➤ Semaine du 7 novembre au 13 novembre 2016

- Contacts avec l'Établissement présentateur et le conseil juridique de l'Initiateur
- Rencontre avec M. Yvon Gattaz¹⁴⁴
- Réunion avec la Direction sur l'analyse du *Business Plan*
- Contact avec Orfim¹⁴⁵

¹⁴⁰ En la personne de M. Alexandre Picciotto et de M. Charles Cuny.

¹⁴¹ En la personne de M. José Berros.

¹⁴² Mémoire en date du 3 novembre 2016.

¹⁴³ Courrier anonymisé en date du 31 octobre 2016.

¹⁴⁴ En sa qualité de Président du Conseil de surveillance et actionnaire de la Société, et Président du conseil de surveillance d'Hodiall.

¹⁴⁵ En la personne de M. Alexandre Picciotto.

Ledouble

➤ Semaine du 14 novembre au 20 novembre 2016

- Visite du site industriel de Château-Renault
- Réunion avec des responsables opérationnels de la *Business Unit* Connecteurs Multi Contacts
- Revue des programmes aéronautiques
- Rédaction de la trame de Rapport

➤ Semaines du 21 novembre au 11 décembre 2016

- Contacts avec la Direction, l'Établissement présentateur et le conseil juridique de l'Initiateur
- Dernières demandes d'informations
- Actualisation de l'évaluation multicritère de l'Action au 1^{er} décembre 2016
- Appréciation de l'équité du Prix d'Offre à l'issue de l'évaluation multicritère de l'Action
- Levée des points en suspens et demandes de confirmations
- Examen du projet de note d'information en réponse de la Société
- Finalisation de la rédaction du Rapport
- Délivrance de l'attestation d'équité en vue du Conseil de surveillance et du dépôt du projet de note d'information en réponse de la Société

Ledouble

Annexe 3 : Liste des interlocuteurs rencontrés par Ledouble

➤ Société

Yvon Gattaz	Président du Conseil de surveillance
Dominique Buttin	Directeur général, membre du Directoire membre du comité stratégique et exécutif
Guy de Royer	Directeur exécutif, financier et juridique, membre du Directoire, membre du comité stratégique et exécutif
Christophe Bouchez	Responsable <i>Business Unit</i> Connecteurs Multi Contacts
Sascha Maldonado	Contrôleur de gestion

➤ Initiateur

Yvon Gattaz	Président du conseil de surveillance d'Hodiall
-------------	--

➤ Conseil juridique de l'Initiateur

Jeanet AARPI

Frank Martin Laprade	Avocat à la Cour
----------------------	------------------

➤ Établissement présentateur

Oddo & Cie

Romain Attard	<i>Vice President</i>
Laurent Bonnin	<i>Managing Director</i>
Félix Roy	<i>Associate</i>

➤ Actionnaires

Orfim

Alexandre Picciotto	Directeur Général
Charles Cuny	Analyste

La Financière de l'Échiquier

José Berros	Gérant <i>Small & Mid Caps</i>
-------------	------------------------------------

Ledouble

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

- **Documentation relative à l'Offre et à l'Initiateur**
 - Communiqué relatif au dépôt du projet d'Offre (10 octobre 2016)
 - Communiqués relatifs à la Radiation et au rehaussement du Prix d'Offre Initial (9 décembre 2016)
 - Projet de note d'information¹⁴⁶ relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la Société Radiall en lien avec la radiation de ses actions¹⁴⁷ initiée par Hodiiall et les autres membres du Concert Gattaz présentée par Oddo & Cie et projet de note en réponse établi par Radiall SA
 - Rapport d'évaluation¹⁴⁸ d'Oddo & Cie
 - Procès-verbal du conseil de surveillance de Radiall SA concernant la nomination de l'expert indépendant (11 octobre 2016)
 - Kbis d'Hodiiall (6 septembre 2016)
 - Statuts d'Hodiiall (27 juin 2013)
 - Comptes sociaux d'Hodiiall au 30 juin 2016
 - Rapports des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés et les comptes sociaux d'Hodiiall au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2015
 - Deux courriers d'actionnaires adressés respectivement à l'expert indépendant¹⁴⁹ et à l'AMF¹⁵⁰
 - Note remise en réunion à l'expert indépendant par les représentants d'Orfim et de La Financière de l'Échiquier
 - Mémoire du conseil juridique de l'Initiateur à l'attention de l'expert indépendant¹⁵¹
 - Mémoire du conseil juridique de l'Initiateur et de l'Établissement présentateur à l'attention de l'AMF en réponse au courrier d'actionnaires susmentionné adressé à l'AMF¹⁵²
 - Mémoire du conseil juridique de l'Initiateur présenté à l'AMF¹⁵³

¹⁴⁶ Déposée auprès de l'AMF le 10 octobre 2016.

¹⁴⁷ Conformément à l'article P 1.4.2. des Règles de marché non harmonisées d'Euronext Paris.

¹⁴⁸ Éléments d'appréciation du Prix d'Offre Initial en date du 10 octobre 2016.

¹⁴⁹ Courrier de Visconti & Grundler en date du 19 octobre 2016.

¹⁵⁰ Courrier anonymisé en date du 31 octobre 2016.

¹⁵¹ En date du 3 novembre 2016.

¹⁵² En date du 10 novembre 2016.

¹⁵³ En date du 23 novembre 2016.

Ledouble

- **Documentation juridique**
 - Procès-verbaux du Directoire (2013 à 2016)
 - Procès-verbaux du Conseil de Surveillance (2013 à 2016)
 - Procès-verbaux des Assemblées générales annuelles (2013 et 2016)
 - Kbis (19 juillet 2016)
 - Statuts (6 octobre 2016)
 - Répartition du capital social et des droits de vote (10 octobre 2016)
 - Protocole d'acquisition (SPA) de Van-System
 - Conditions d'acquisition de la participation dans Shanghai Radiall Electronics
 - Dernières transactions intervenues sur le titre Radiall SA

- **Documentation comptable et financière**
 - *Business Plan* 2016-2021 et documentation associée
 - Carnet de commandes au 30 septembre 2016
 - Budgets (2014 à 2016)
 - Courbe et prévisions de croissance de Raydiall (2014 à 2018)
 - Détail de la trésorerie nette consolidée au 30 septembre 2016
 - Rapport Financier Semestriel 2016 et documentation associée¹⁵⁴
 - Comptes sociaux de Raydiall au 30 juin 2016
 - Comptes sociaux de Radiall Electronics au 30 juin 2016
 - Rapport Financier 2015 et Rapports Financiers antérieurs (2010 à 2014)
 - Répartition des ventes et des achats par devise au titre de l'exercice 2015
 - Tests d'*impairment* au 31 décembre 2015
 - Chiffre d'affaires et résultat opérationnel courant à taux de change constants (2014 et 2015)
 - Multiples d'acquisition de Van-System
 - Valeur immobilière des sites détenus en pleine propriété
 - Récapitulatif des litiges en cours

¹⁵⁴ Détail de comptes.

Ledouble

- Note d'information relative à l'OPRA¹⁵⁵, ayant reçu le visa n° 10-016 de l'AMF en application de la décision de conformité de l'offre publique du 26 janvier 2010
- Notes de *brokers* (comparables boursiers et transactionnels)

- Documentation fiscale¹⁵⁶
 - Reports déficitaires au sein du Groupe
 - Impôts différés actif enregistrés dans les comptes consolidés au titre des reports déficitaires
 - Déficit reportables des filiales étrangères.

- Bases de données
 - *Bloomberg*
 - *ThomsonOne*
 - *Mergermarket*
 - *Xerfi*

- Références bibliographiques¹⁵⁷

Sites d'information

- Site d'information de Radiall. [\[En ligne\]](#).
- Site d'information de l'AMF. [\[En ligne\]](#).
- Site d'information de la Banque de France. [\[En ligne\]](#).
- Site d'information d'Euronext. [\[En ligne\]](#).
- Site d'information du FMI. [\[En ligne\]](#).
- Site d'information de RLCF. [\[En ligne\]](#).

¹⁵⁵ Offre publique de rachat d'actions Radiall SA (portant sur 545.450 actions Radiall en vue de la réduction de son capital) assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'achat simplifiée sur les actions Radiall SA (limitée à 179.838 actions Radiall, réalisée dans le cadre du programme de rachat d'actions approuvé par l'Assemblée Générale Mixte du 27 mai 2009) et d'une offre publique d'achat simplifiée sur les bons de souscription ou d'achat d'actions Radiall SA (sur la totalité des 225.582 bons de souscription ou d'achat d'actions Radiall).

¹⁵⁶ Au 30 juin 2016 et 31 décembre 2015.

¹⁵⁷ Liens Web au 9 décembre 2016.

Ledouble

- Sites d'information des comparables boursiers :
 - TE Connectivity Ltd. [\[En ligne\]](#).
 - Amphenol Corporation. [\[En ligne\]](#).
 - Hirose Electric Co Ltd. [\[En ligne\]](#).
 - Hubert + Suhner AG. [\[En ligne\]](#).

Etudes

- BAJAJ, Mukesh, DENIS, David J., FERRIS, Stephen P., SARIN, Atulya (2011). « *Firm Value and Marketability Discounts* ». [\[En ligne\]](#).
- BISHOP & Associates, inc. (2015). « *Connector Industry Forecast, Research Report F-2015-02* », Novembre. Note de présentation, 5 p. [\[En ligne\]](#).
- CONNECTOR SUPPLIER.COM (2016). « *Facts & Figures. The Real Top Ten connector Manufacturers* ». [\[En ligne\]](#).
- DUPH & PHELPS (2016). *2016 Valuation Handbook. Guide to Cost of Capital*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., chapitre 7, pp. 7-9 à 7-11.
- FMI (2015). Perspectives de l'économie mondiale, p. 185. [\[En ligne\]](#).
- GLOBAL INDUSTRY ANALYSTS (2016). « *The Global Connectors Market (MCP – 1512), Trends, Drivers & Projections* », Juin. Page de présentation. [\[En ligne\]](#).
- GRENA, Eric (2002). « Analyse financière », 4^{ème} trimestre.
- JOURNAL DES OPA (2016). « Bilan des offres publiques au 30 septembre 2016 ». [\[En ligne\]](#).
- PwC (2011). « Primes de contrôle », juillet.
- RESEARCHANDMARKETS (2016). « *Global Connectors Market 2016-2020* », février. Page de présentation. [\[En ligne\]](#).
- SFEV (2008). « Groupe de travail Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières », septembre. [\[En ligne\]](#).
- XERFI (2016). « L'industrie aéronautique et spatiale », février, 230 p.
- XERFI (2016). « La fabrication de fils, câbles isolés et connecteurs », janvier, 158 p.

Ledouble

Revue de presse

- Amphenol (2015). « *Amphenol Corporation has entered into exclusive negotiations to acquire FCI Asia Pte Ltd* », 29 juin.
- Cetim (2016). Note de veille aéronautique, mars, 13 p.
- Les Échos (2016). « A Farnborough, Airbus forcé de freiner la cadence sur l'A380 », 13 juillet. [\[En ligne\]](#).
- Les Échos (2016). « L'aéronautique n'est plus épargnée par les plans de restructuration », 27 octobre ». [\[En ligne\]](#).
- Les Échos (2016). « L'aéronautique touchée par les plans de restructuration », 26 octobre. [\[En ligne\]](#).

Communiqués de presse de Radiall SA¹⁵⁸. [\[En ligne\]](#)

- [27 mars 2014](#) : publication des résultats annuels 2013 avec un chiffre d'affaires en hausse de +6,8% et une forte progression du résultat opérationnel courant de +36,2% par rapport à 2012, grâce à la dynamique du secteur aéronautique et à la reprise des télécoms en Chine ; à cela s'ajoutent des mix produits et marché plus favorables et un accroissement des ventes de licences et de services ;
- [16 avril 2014](#) : publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2014 en forte croissance par rapport au premier trimestre 2013 (+27,6%), sous-tendue par la dynamique des ventes en Asie et en Amérique du Nord ;
- [17 juillet 2014](#) : publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2014 ; Radiall annonce une croissance de son activité de +20,3% par rapport au premier semestre 2013, portée par les télécoms en Asie et l'aéronautique en Amérique du Nord ;
- [2 septembre 2014](#) : publication des résultats du premier semestre 2014 annonçant une forte hausse du résultat opérationnel courant (+ 95,4% par rapport au premier semestre 2013) en relation avec celle de l'activité (+22,7%) après retraitement de la mise en équivalence de Raydiall depuis le 1er janvier 2014 ;
- [15 octobre 2014](#) : publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2014 ; Radiall profite de la poursuite de la dynamique de croissance sur les secteurs de l'aéronautique civile et des télécoms, ainsi que de l'amélioration des ventes sur les segments militaire et spatial, et affiche une croissance de +22,6% par rapport aux 9 premiers mois de 2013 ;

¹⁵⁸ De 2014 jusqu'à l'annonce de l'Offre en 2016.

Ledouble

- [14 janvier 2015](#) : publication du chiffre d'affaires annuel 2014 ; Radiall réalise une croissance de +21,0% par rapport à 2013 du fait d'une bonne dynamique commerciale et d'un effet de change très favorable au second semestre 2014, sur un marché largement libellé en dollars ;
- [27 mars 2015](#) : publication des résultats annuels 2014, soulignant la hausse du chiffre d'affaires (+20,9%), découlant de la croissance organique, et du résultat opérationnel courant (+82,3%) par rapport à 2013, dans un contexte de bonne santé de l'industrie aéronautique et de déploiement des réseaux 4G dans les télécoms ;
- [15 avril 2015](#) : publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2015, en progression à date de +12,3%, sous l'effet favorable des taux de change ; nonobstant l'effet devises, Radiall fait état d'une hausse plus limitée qu'en 2014 des cadences de production des avionneurs, d'un repli de livraisons et des reports de commandes sur le marché des télécoms, ainsi que d'une pression tarifaire accrue ;
- [17 juillet 2015](#) : publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2015, en hausse de +8,5% par rapport au premier semestre 2014, le second trimestre 2015 ayant, comme le premier, bénéficié des parités de change ; le Groupe confirme une perspective de croissance plus modérée qu'en 2014 pour les raisons évoquées dès l'annonce du chiffre d'affaires trimestriel ;
- [29 juillet 2015](#) : annonce de l'acquisition de Van-System, groupe italien concepteur et fabricant de connecteurs électriques circulaires pour les applications professionnelles ; cette opération de croissance externe est de nature à permettre à Radiall de se renforcer notamment sur le segment ferroviaire ;
- [2 septembre 2015](#) : publication des résultats du premier semestre 2015, avec une croissance à date du chiffre d'affaires de +8,5% (*versus* une décroissance de -4,1% à taux de change constants) et une hausse du résultat opérationnel courant de +9,3%, intégrant des charges non récurrentes de R&D et de déploiement de l'ERP (SAP) en Europe ;
- [14 octobre 2015](#) : publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2015, en baisse à date de -1,1% (*versus* -12,4% à taux de change et périmètre constants) ; la croissance du chiffre d'affaires des 9 premiers mois 2015 ressort à +5,2% par rapport à 2014 sur la même période ;
- [15 octobre 2015](#) : annonce d'un programme de rachat d'actions avec un prix maximum d'achat fixé à 195,0 € ;
- [14 janvier 2016](#) : publication du chiffre d'affaires annuel 2015, en progression de +3,8% par rapport à 2014 ; hors effet de change et à périmètre constant, le chiffre d'affaires annuel 2015 serait en décroissance de -7,7% ;

Ledouble

- [24 mars 2016](#) : publication des résultats annuels 2015 avec une légère diminution de la marge opérationnelle courante (16,3% en 2014 à 15,2% en 2015) ;
- [14 avril 2016](#) : publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2016, en hausse à date de +2,3% après contribution de Van-System, et communication sur les perspectives de l'exercice ; Radiall reste prudent et prévoit une croissance modérée du fait d'un environnement économique incertain et d'une volatilité structurelle dans certains secteurs (télécoms) ;
- [13 juillet 2016](#) : publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2016, en progression de +5,5%, reflétant la croissance de l'ensemble des segments d'activité, résistant aux pressions tarifaires ;
- [7 septembre 2016](#) : publication des résultats du premier semestre 2016 se soldant par un résultat opérationnel courant en progression de +15,0% par rapport au premier semestre 2015 ; cette tendance est soutenue par la croissance générale de l'activité signalée lors de la publication du chiffre d'affaires semestriel, la maîtrise des marges, en dépit des pressions sur les prix, ainsi que des charges externes, et le maintien d'une parité de change \$ / € favorable ;
- [10 octobre 2016](#) : annonce de l'Offre.

Ledouble

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine de 2013 à 2016 figurent en annexe 6.

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

Olivier CRETTE, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association des Directeurs Financiers et Contrôleurs de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM), chargé d'enseignement à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris, à l'Université Paris IX – Dauphine et à SciencesPo

Romain DELAFONT, Directeur de mission

- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine
- Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
- Membre de la SFEV
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Ledouble

Jonathan NILLY, Responsable de mission

- École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Corporate Finance
- Membre de la SFEV
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante, d'évaluation et de commissariat aux apports et à la fusion

Youness ABOUTAHER, Analyste

- Master Finance et Stratégie – Sciences Po Paris
- Bachelor Économie et Finance – Université du Québec à Montréal (UQAM)
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante, d'évaluation et de commissariat aux apports et à la fusion

—

Dominique LEDOUBLE, en charge de la revue indépendante

Dominique Ledouble n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise indépendante ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08.

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- HEC, docteur en droit
- Président de la Fédération Française des Experts en Evaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d'honneur de l'APEI
- Membre de la SFEV

Ledouble

Annexe 6 : Expertises financières réalisées par Ledouble (2013 à 2016)

Année	Société	Etablissement présentateur
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	[1]
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	[2]
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	[3]
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

[1] et [2] : *Augmentations de capital réservées - Expertises indépendantes au titre de l'article 261-2 du règlement général de l'AMF.*

[3] : *Transfert de siège au Royaume-Uni.*

Annexe 7 : Performances prévisionnelles des comparables boursiers¹⁵⁹

Société	Capitalisation boursière 30 j. (M€)	% de croissance du CA			EBITDA (% CA)			EBIT (% CA)		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
TE Connectivity	20 059	0,0%	3,1%	4,3%	20,3%	21,1%	21,4%	15,5%	16,5%	16,9%
Amphenol	19 339	12,2%	5,9%	5,0%	23,1%	23,7%	24,1%	19,5%	20,1%	20,4%
Hirose Electric	3 887	(6,6%)	1,5%	2,2%	31,5%	32,1%	32,6%	24,6%	24,8%	25,3%
Huber + Suhner	1 057	4,9%	6,0%	4,5%	13,9%	14,5%	14,7%	9,1%	9,8%	10,2%
Médiane		2,5%	4,5%	4,4%	21,7%	22,4%	22,8%	17,5%	18,3%	18,7%

Note : Cours moyens pondérés 30 jours et taux de change du 1^{er} décembre 2016

¹⁵⁹ Source : Bloomberg.

Ledouble

Annexe 8 : Présentation de l'activité des comparables boursiers¹⁶⁰

Société	Pays	Description
TE Connectivity	Suisse	TE Connectivity fournit des composants électroniques, des solutions de réseau, des systèmes de télécommunications sous-marins et des systèmes sans fil. La société conçoit, fabrique et commercialise des produits pour des clients dans des industries comprenant l'automobile, l'électroménager, l'aérospatiale et la défense, les télécommunications, les ordinateurs et l'électronique grand public. Le titre TE Connectivity est coté sur le <i>New York Stock Exchange</i> .
Amphenol	Etats-Unis	Amphenol conçoit, fabrique et vend des connecteurs électriques, électroniques à fibres optiques, des systèmes d'interconnexion ainsi que des câbles coaxiaux et plats. Ses produits sont utilisés dans une variété de secteurs, y compris la téléphonie sans fil, les systèmes de transfert de données, la télévision câblée, l'électronique pour les commerces et l'aérospatiale militaire. Le titre Amphenol est coté sur le <i>New York Stock Exchange</i> .
Hirose Electric	Japon	Hirose Electric développe et vend des équipements électroniques. Spécialisée dans les connecteurs, la société propose également une offre de câbles plats, ronds et rectangulaires, des cartes de circuits imprimés, des circuits intégrés, des cartes PC, des cartes nylon et des connecteurs de cartes. Le titre Hirose Electric est coté sur le <i>Tokyo Stock Exchange</i> .
Huber + Suhner	Suisse	Huber + Suhner fabrique des produits de télécommunications et des systèmes de polymères. La société produit des antennes, des systèmes de protection contre la foudre, des câbles et des connecteurs à fibres optiques ainsi que des câbles hybrides. Le titre Huber + Suhner est coté sur le <i>Six Swiss Exchange</i> .

¹⁶⁰ Source : *Bloomberg*.

Annexe 9 : Présentation historique des multiples boursiers¹⁶¹

Société	VE / EBITDA						VE / EBIT					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Radiall	6,7 x	7,0 x	5,3 x	4,0 x	6,8 x	6,5 x	12,8 x	13,3 x	8,1 x	5,5 x	8,2 x	8,1 x
TE Connectivity	8,2 x	6,9 x	8,0 x	10,8 x	11,2 x	12,0 x	11,0 x	9,1 x	11,2 x	15,0 x	14,7 x	16,3 x
Amphenol	11,7 x	9,3 x	11,5 x	14,2 x	15,0 x	13,8 x	13,4 x	10,8 x	13,2 x	16,4 x	17,4 x	15,9 x
Hirose Electric	7,6 x	4,7 x	8,1 x	10,0 x	8,6 x	10,0 x	10,1 x	6,8 x	11,4 x	13,5 x	11,6 x	14,0 x
Huber + Suhner	7,6 x	6,7 x	15,6 x	9,3 x	8,1 x	8,5 x	10,5 x	9,4 x	33,2 x	15,1 x	11,9 x	14,1 x
Moyenne	8,8 x	6,9 x	10,8 x	11,1 x	10,7 x	11,1 x	11,3 x	9,0 x	17,2 x	15,0 x	13,9 x	15,1 x
Médiane	7,9 x	6,8 x	9,8 x	10,4 x	9,9 x	11,0 x	10,8 x	9,3 x	12,3 x	15,0 x	13,3 x	15,0 x

¹⁶¹ Source : Bloomberg.

Ledouble

Annexe 10 : Multiples transactionnels¹⁶²

Date	Cible	Pays	Acquéreur	VE/EBITDA	
				Brut	Hors prime de contrôle
août-15	TE Connectivity (division de solutions de connexions réseau à haut-débit)	Suisse	CommScope	11,2x	8,8x
juil.-15	Custom Sensors & Technologies	Etats-Unis	Sensata Technologies	13,2x	10,4x
juil.-15	Van-System	Italie	Radiall	6,9x	5,8x
juin-15	FCI	Singapour	Amphenol	10,6x	8,4x
sept.-13	Molex	Etats-Unis	Koch Industries	10,7x	8,3x
Moyenne				10,5x	8,3x
Médiane				10,7x	8,4x

¹⁶² Sources : *Mergermarket, Bloomberg*. Direction, communiqués de presse.