

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

visant les titres de la société

**Outside living**  
INDUSTRIES

Initiée par les sociétés

**D&P PME IV et EFFI INVEST I (le « Concert » ou l'« Initiateur »)**

Présentée par

**Invest Securities**  
Société de Bourse

ÉTABLISSEMENT PRESENTATEUR ET GARANT

### **NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIETES D&P PME IV, EFFI INVEST I ET OUTSIDE LIVING INDUSTRIES**

PRIX DE L'OFFRE : 0,10 euro par action OUTSIDE LIVING INDUSTRIES.

DUREE DE L'OFFRE : 10 jours de négociation.

#### **Avis Important**

A l'issue de la présente offre publique de retrait, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions OUTSIDE LIVING INDUSTRIES qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet de note seront transférées le jour de négociation suivant la clôture de l'offre pour moitié à la société D&P PME IV et pour moitié à la société EFFI INVEST I, moyennant une indemnité de 0,10 euro par action OUTSIDE LIVING INDUSTRIES.



Conformément aux dispositions des articles 231-13 et 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 3 novembre 2011, apposé le visa n°11-494 en date du 3 novembre 2011 sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par les sociétés D&P PME IV et EFFI INVEST I conjointement avec la société OUTSIDE LIVING INDUSTRIES, 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.

La présente note d'information est disponible sur les sites Internet de l'Autorité des marchés financiers ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et des sociétés OUTSIDE LIVING INDUSTRIES ([www.outsideliving.com](http://www.outsideliving.com)) et D&P PME IV ([www.dp-finance.fr](http://www.dp-finance.fr)).

Des exemplaires de la présente note d'information sont également disponibles sans frais sur simple demande auprès de :

#### **OUTSIDE LIVING INDUSTRIES**

75 avenue Parmentier  
75011 PARIS  
FRANCE

#### **INVEST SECURITIES**

73 boulevard Haussmann  
75008 Paris  
FRANCE

**D&P PME IV**

152 Avenue de Malakoff

75116 PARIS

FRANCE

**EFFI INVEST I**

6 Rue de Téhéran

75008 PARIS

FRANCE

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait.

## **TABLE DES MATIÈRES**

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE.....	5
1.1	Motifs de l'opération.....	5
1.1.1	Historique .....	5
1.1.2	Répartition du capital et des droits de vote de OLIN .....	8
1.1.3	Motifs et intérêt de l'opération pour la Société et ses actionnaires.....	9
1.2	Intentions de l'Initiateur.....	9
1.2.1	Stratégie politique et industrielle et poursuite de l'activité .....	9
1.2.2	Composition des organes de direction de la Société .....	9
1.2.3	Orientations en matière d'emploi .....	9
1.2.4	Fusion .....	9
1.2.5	Synergies envisagées.....	9
1.2.6	Politique de distribution de dividendes .....	10
1.3	Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, auxquels l'Initiateur est partie ou dont il a connaissance .....	10
1.4	Caractéristiques de l'Offre.....	10
1.4.1	Conditions de l'Offre.....	10
1.4.2	Titres visés par l'Offre.....	10
1.4.3	Modalités de l'offre .....	10
1.5	Calendrier indicatif de l'Offre .....	12
1.6	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger .....	12
1.7	Régime fiscal de l'Offre.....	13
1.7.1	Personnes physiques détenant des actions de la Société dans le cadre de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel .....	13
1.7.2	Personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés.....	14
1.7.3	Autres actionnaires .....	14
1.8	Mode de financement de l'Offre et frais liés à l'opération.....	15
1.9	Éléments visés à l'article L.225-100-3 du Code de commerce .....	15
1.9.1	Structure du capital de la Société.....	15
1.9.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses conventionnelles portées à la connaissance de la société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.....	15
1.9.3	Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L.233-12 du Code de commerce .....	16
1.9.4	Liste des détenteurs de tout titres comportant des droits de contrôle spéciaux.....	18

1.9.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier .....	18
1.9.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote .....	18
1.9.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société .....	18
1.9.8	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts .....	20
1.9.9	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique .....	20
2.	ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE .....	22
2.1	Synthèse .....	22
2.2	Présentation du groupe OLIN .....	22
2.3	Méthodologie .....	24
2.3.1	Méthode retenue : Actif Net Réévalué (approche par la « somme des parties ») .....	24
2.3.2	Méthodes écartées .....	26
2.3.3	Autres valeurs de référence .....	26
2.4	Hypothèses retenues et sources des informations utilisées .....	26
2.4.1	Informations mises à disposition .....	26
2.4.2	Hypothèses communes pour la détermination de la valeur par action .....	27
2.5	Appréciation de l'Offre au regard des différents éléments d'appréciation retenus .....	28
2.5.1	Valorisation par l'Actif Net Réévalué (ANR) .....	28
2.5.2	Autres références .....	35
2.5.3	Annexes .....	37
2.5.3.1	<i>Constitution de l'échantillon des sociétés comparables</i> .....	37
2.5.3.2	<i>Calcul du Bêta</i> .....	39
3.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT .....	40
4.	AVIS DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE OLIN, SOCIETE VISEE PAR L'OFFRE ET LE RETRAIT OBLIGATOIRE .....	87
5.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE ....	88
5.1	Pour l'Initiateur .....	88
5.2	Pour la Société visée OLIN .....	88
5.3	Établissement Présentateur .....	88

## 1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci après l'« AMF »), le Concert constitué de (i) D&P PME IV , société par actions simplifiée de droit français au capital de 94 044 730 euros, dont le siège social est situé 152 Avenue de Malakoff 75116 PARIS, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 483 183 844, et (ii) EFFI INVEST I, Société en commandite par actions de droit français au capital de 186 157 800 euros, dont le siège social est situé 6 Rue de Téhéran 75008 PARIS, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 478 783 707 (ci après le « Concert » ou l'« Initiateur »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société OUTSIDE LIVING INDUSTRIES, société anonyme de droit français au capital de 18 069 390 euros, dont le siège social est situé 75 avenue Parmentier – 75011 PARIS, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 461 500 233, (ci après « OLIN » ou la « Société ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext Paris (compartiment C) sous le code ISIN FR0006626032, d'acquérir la totalité de leurs actions OLIN au prix unitaire de 0,10 euro dans les conditions décrites ci-après (ci après l'« Offre »).

INVEST SECURITIES, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre vise la totalité des actions de la Société non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du dépôt de l'Offre, soit, à la connaissance de l'Initiateur au 30 septembre 2011, 4 910 280 actions OLIN, soit 2,72% du capital.

### Présentation du Concert :

D&P PME IV est un fonds du groupe DEVELOPPEMENT & PARTENARIAT spécialisé depuis 1992 dans l'accompagnement en capital des PME françaises. D&P PME IV, géré et contrôlé par la société D&P PME IV GESTION SAS, elle-même contrôlée par Monsieur Didier CALMELS, présente l'originalité de réunir à son capital des actionnaires entrepreneurs d'origines très variées, ainsi que des investisseurs institutionnels de premier plan (la Caisse des Dépôts et Consignations, la CNP, le Groupe des Caisses d'Épargne et Generali France).

EFFI INVEST I, dont les associés commanditaires sont des investisseurs institutionnels, et l'associé commandité la société EFFICAP SAS, a été créée le 8 décembre 2005. EFFI INVEST I a pour particularité de réunir, au sein de ses participations, des actifs très variés (foncières, actifs financiers, etc.), afin de proposer à ses associés commanditaires une optimisation de la performance de leurs investissements à travers des couples rendement risque non corrélés.

EFFI INVEST I a investi dans D&P PME IV en octobre 2006, afin que DEVELOPPEMENT & PARTENARIAT lui propose de participer aux opérations dont la taille pourrait nécessiter éventuellement des co-investisseurs.

### 1.1 Motifs de l'opération

#### 1.1.1 Historique

##### 1.1.1.1. Entrée au capital d'OLIN de D&P PME IV et EFFI INVEST I

Suivant protocole de conciliation homologué par le tribunal de commerce de NANTERRE le 27 décembre 2006, et compte tenu des difficultés de trésorerie rencontrées par le Groupe OLIN (ex-NORTENE) au cours du dernier trimestre 2006, le fonds D&P PME IV a consenti à la Société un prêt relais d'un montant de 12 280 K€ pour lui permettre de financer sa campagne commerciale 2007 et stabiliser son endettement bancaire.

Il a ensuite été convenu entre D&P PME IV et OLIN que le prêt relais, qui a été versé en plusieurs fois, soit converti en OBSA et en une action de préférence.

L'assemblée générale des actionnaires de OLIN s'est alors prononcée à l'unanimité, le 18 septembre 2007, en faveur (i) de l'émission de 1 500 000 OBSA pour un montant global de 15 M€, dont la souscription a été réservée au fonds D&P PME IV à hauteur de 1 000 000 OBSA et à la société EFFI-INVEST I à hauteur de 500 000

OBSA et (ii) d'une action de préférence émise au prix de 100 € dont la souscription a été réservée à D&P PME IV (« Action I »).

Cette double émission a fait l'objet d'un prospectus visé par l'Autorité des Marchés Financiers le 7 septembre 2007 sous le N° 07-316.

Le 21 septembre 2007, OLIN, D&P PME IV et EFFI-INVEST I ont signé un contrat d'émission relatif aux OBSA et le même jour, le Directoire de OLIN a constaté la réalisation définitive de l'émission des 1 500 000 OBSA et de l'Action I.

Afin de renforcer les fonds propres de OUTSIDE LIVING INDUSTRIES SA, D&P PME IV et EFFI-INVEST I ont présenté à l'AMF un projet de recapitalisation de la Société à réaliser notamment par le biais de l'exercice de la totalité des 1 500 000 BSA par compensation avec une partie des créances qu'ils détiennent sur la Société.

Le Collège de l'AMF, lors de sa séance du 20 mai 2008, a accordé à D&P PME IV ainsi qu'à EFFI-INVEST I, agissant de concert, une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique sur les actions de la Société dans le cadre du projet de recapitalisation ci-dessus présenté (cf. D&I AMF n°208 C0963).

C'est dans ces conditions que D&P PME IV et EFFI-INVEST I ont exercé, le 30 juin 2008, la totalité des BSA émis à leur profit en septembre 2007 et que l'Action I détenue par D&P PME IV a été convertie en action ordinaire.

Du fait de l'exercice des BSA, le capital social a été augmenté d'un montant nominal de 4 500 000 € pour être porté à 7 813 935 €, par création de 1.500.000 actions émises au prix unitaire de 7 €, soit avec une prime d'émission totale de 6.000.000 €, étant précisé que les actions ont été intégralement libérées par compensation avec des créances détenues par D&P PME IV et EFFI-INVEST I sur OLIN.

#### 1.1.1.2. Remboursement des dettes d'OLIN

En sus de l'emprunt obligataire mentionné ci-avant, OLIN était engagée envers un « pool » bancaire à hauteur de 19,7 M. Le service des principales échéances de ces emprunts bancaires, auparavant gelé, devait reprendre à compter du début de l'année 2009.

En raison d'un contexte économique défavorable et de l'incertitude pesant sur la continuité d'exploitation, OLIN a entamé, en novembre 2008, de nouvelles discussions avec les membres de son « pool » bancaire pour renégocier les conditions de la dette de « haut de bilan ».

Ces discussions ont abouti à la signature, le 16 avril 2009, d'un protocole de conciliation entre OLIN, D&P PME IV, EFFI INVEST I et les Banques « haut de bilan », homologué par le Tribunal de Commerce de Paris le 27 mai 2009, prévoyant notamment le gel des échéances des emprunts bancaires jusqu'à fin janvier 2010.

Aux termes d'un avenant au Protocole de Conciliation du 16 avril 2009, D&P PME IV et EFFI Invest I s'étaient engagés à faire leurs meilleurs efforts pour incorporer un maximum de leurs créances au capital (dans la limite de 14,3 M€) tout en renonçant, corrélativement, à se prévaloir de l'exigibilité anticipée desdites créances ou demander le remboursement anticipé, même partiel, de tout ou partie d'une créance qui n'aurait pu être intégrée, et ce tant que les Banques « haut de bilan » n'auront pas été intégralement remboursées de leurs créances. Par ailleurs, le gel des échéances des emprunts bancaires a été prolongé d'un an, soit jusqu'au 31 janvier 2011

Dans un contexte économique incertain, le Groupe disposait, grâce à cet accord, d'un niveau de financement suffisant jusqu'à fin janvier 2011, date jusqu'à laquelle le remboursement des échéances de l'emprunt bancaire était gelé. Une incertitude existait toutefois au-delà du 31 janvier 2011 si un nouvel accord n'était pas conclu entre la Société et ses partenaires financiers avant cette échéance.

Le 21 octobre 2010, OLIN et ses partenaires financiers sont parvenus à un nouvel accord aux termes duquel les Banques « haut de bilan » sont convenues de céder, avec une décote, pour un prix global, forfaitaire et définitif de 6 912 567 euros, à la société EUROCREANCES (filiale de EFFI INVEST I, actionnaire de la Société), Monsieur Jean-Luc HEYMANS et Monsieur Georges TOURNIER (membres du directoire de la Société) la totalité des créances qu'elles détenaient sur OLIN, dont les échéances de remboursement (en principal) étaient gelées jusqu'au 31 janvier 2011. Les cessionnaires des créances bancaires se sont engagés à ne pas solliciter de la Société le remboursement des créances cédées par les Banques si un tel paiement s'avérait contraire aux besoins de trésorerie nécessaires à son exploitation.

Parallèlement, et nonobstant la caducité des protocoles antérieurs conclus avec les Banques, D&P PME IV et EFFI INVEST I ont marqué leur accord de principe pour poursuivre l'étude des modalités suivant lesquelles ils pourraient incorporer au capital de OLIN leurs créances de compte-courant. A cette occasion, D&P PME IV et EFFI INVEST I ont également accepté de ne pas solliciter le remboursement, même partiel, de tout ou partie d'une créance qui n'aurait pu être capitalisée et ce tant (i) que les créances cédées par les Banques n'auront pas été remboursées en totalité par OLIN et (ii) que la capacité financière de cette dernière ne le permettra pas.

Les avances de fonds ainsi consenties par D&P PME IV et EFFI INVEST I à la Société ont été formalisées, début 2011, dans des conventions d'avance en compte courant d'associés conclues pour des durées indéterminées, qui portent intérêt dans la limite du taux annuel de 7% et dont le remboursement sera fonction de la capacité financière d'OLIN.

#### 1.1.1.3. Augmentation de capital destinée à reconstituer partiellement les capitaux propres de la Société

Lors de l'assemblée générale mixte du 31 mars 2011, les actionnaires d'OLIN ont décidé la réalisation d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires d'un montant nominal de 22,5 M€ destinée à apurer une partie des pertes de la Société et reconstituer partiellement les capitaux propres, conformément aux dispositions de l'article L.225-248 du Code de commerce, et ont délégué au Directoire le pouvoir de réaliser cette émission (9<sup>ème</sup> résolution).

En effet, au 30 septembre 2010, les capitaux propres de la Société sont toujours négatifs et ressortent à un montant d'environ -23,7 M€ pour un capital social de 260 464,50 €.

Le montant de l'augmentation de capital, soit 22,5 M€, a été fixé par la Société en fonction du montant des créances d'avances en compte courant (soit 17,1 M€ correspondant, à hauteur de 14,4 M€, au montant nominal des créances et, à hauteur de 2,7 M€, aux intérêts courus jusqu'au 31 mars 2011) détenues sur la Société par D&P PME IV et EFFI INVEST I et pouvant faire l'objet d'une incorporation au capital de OLIN SA, pour s'assurer que le Concert soit en mesure de garantir l'opération à 75 % en participant à l'opération et en libérant leurs souscriptions par voie de compensation avec les créances incorporables.

Aux termes d'un communiqué de presse de la Société du 28 mars 2011<sup>1</sup>, il était annoncé que :

*« Si à l'issue de l'augmentation de capital susvisée, le Concert venait à détenir au moins 95% des droits de vote de la société OUTSIDE LIVING INDUSTRIES, il prendrait l'initiative de lancer une offre publique de retrait conformément aux dispositions de l'article L.433-4 du Code monétaire et financier et de l'article 236-3 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers et, le cas échéant, imposer un retrait obligatoire aux minoritaires qui n'auraient pas répondu à l'offre de retrait.*

*Sur la base des conclusions du rapport de l'expert indépendant qui considère que l'évaluation de la Société par la méthode de l'Actif Net Réévalué est la seule pertinente, la valeur de l'action OLIN SA post réalisation de l'augmentation de capital serait toujours proche de 0 € en hypothèse haute, la valeur globale base 100% du capital s'établissant à 1 927 K€.*

*En conséquence, si le Concert était conduit à déposer un projet d'offre de retrait sur les actions OLIN SA, il le ferait sur la base d'un prix d'achat de 0,10 €/action, sous réserve d'une appréciation par un expert indépendant spécialement désigné à cet effet et sous le contrôle de l'Autorité des marchés financiers ».*

Le Directoire, dans sa réunion du 15 juin 2011, agissant conformément à la délégation de pouvoir consentie par l'assemblée générale du 31 mars 2011, a fixé les modalités définitives de réalisation de cette augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, à un montant brut global maximum de 22 465 063,10 euros par émission de 224 650 631 actions nouvelles au prix unitaire de 0,10 euro à raison de 345 actions nouvelles pour 4 actions existantes.

---

<sup>1</sup> Communiqué de presse d'OLIN du 28 mars 2011 « Assemblée générale mixte du 31 mars 2011 en vue d'un vote sur une augmentation de capital avec maintien du DPS aux fins de reconstitution partielle des capitaux propres », disponible sur le site internet de la Société.

Avant la réalisation de cette augmentation de capital, le Concert détenait 1 500 000 actions, et 3 000 000 droits de vote OLIN, représentant respectivement 57,59 % du capital social et 64,37 % du nombre total des droits de votes de la Société.

L'actionnariat avant cette augmentation de capital était alors réparti de la manière suivante :

Nom actionnaire	Nbre actions	% capital	Dt Vote*	% Dt Vote*
D&P PME IV	1 000 000	38.39%	2 000 000	42.92%
Effi Invest I	500 000	19.20%	1 000 000	21.46%
<b>Sous Total Concert</b>	<b>1 500 000</b>	<b>57.59%</b>	<b>3 000 000</b>	<b>64.37%</b>
Divers et public	1 104 645	42,41%	1 660 348	35,63%
<b>Total</b>	<b>2 604 645</b>	<b>100.00%</b>	<b>4 660 348</b>	<b>100.00%</b>

\*En nombre de droits de vote théoriques

D&P PME IV et EFFI INVEST I, qui détenaient préalablement de concert 57,59% du capital et 64,37% des droits de vote de OLIN, ont souscrit à titre irréductible et réductible un nombre total de 174 283 620 actions nouvelles (respectivement 107 863 900 actions pour D&P PME IV et 66 419 720 actions pour EFFI INVEST I) et libéré le montant global de leur souscription, soit 17 428 362 euros, exclusivement par voie de compensation de créances. Le Concert a ainsi franchi en hausse les seuils de 95% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de cette opération (cf. D&I 211C1298 du 19 juillet 2011).

Conformément à ce qui avait été annoncé au marché, le Concert a alors décidé une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

### 1.1.2 Répartition du capital et des droits de vote de OLIN

#### ➤ Actionnariat au 30 septembre 2011

Au 30 septembre 2011, le Concert détient 175 783 620 actions et 177 283 620 droits de vote OLIN représentant respectivement 97,28% du capital et 97,01% des droits de vote de la société.

Nom actionnaire	Nbre actions	% capital	Dt Vote*	% Dt Vote*
D&P PME IV	108 863 900	60,25%	109 863 900	60,12%
Effi Invest I	66 919 720	37,03%	67 419 720	36,89%
<b>Sous Total Concert</b>	<b>175 783 620</b>	<b>97,28%</b>	<b>177 283 620</b>	<b>97,01%</b>
Divers et public	4 910 280	2,72%	5 465 983	2,99%
<b>Total</b>	<b>180 693 900</b>	<b>100,00%</b>	<b>182 749 603</b>	<b>100,00%</b>

\*En nombre de droits de vote théoriques

Les tableaux de répartition du capital et des droits de vote de OLIN présentés ci-dessus ne tiennent pas compte de la décision de privation des droits de vote de Monsieur VITOU et de la société DOMOPHI SAS, prise par le Bureau de l'assemblée générale des actionnaires de OLIN le 15 mai 2009, en application des dispositions de l'article L.233-14 du Code de commerce.



➤ Opérations boursières réalisées sur les titres de la Société par l'Initiateur au cours des douze derniers mois

Le 12 juillet 2011, D&P PME IV et EFFI INVEST I ont augmenté leur participation dans le capital de la Société en souscrivant respectivement à hauteur de 107 863 900 et 66 419 720 actions de la Société, au prix unitaire de 0,10 euro, dans le cadre de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel des actionnaires lancée le 16 juin 2011, et dont la période de souscription s'est achevée le 30 juin 2011.

Hormis cette souscription, le Concert n'a acquis aucun titre OLIN au cours des douze mois précédant le dépôt du présent projet d'offre.

### **1.1.3 Motifs et intérêt de l'opération pour la Société et ses actionnaires**

Détenant plus de 95% des droits de vote de OLIN, le Concert a décidé d'initier une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant la totalité des actions OLIN non détenues par lui directement ou indirectement, conformément aux articles 236-3 et 237-1 du Règlement général.

Compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat, un maintien à la cote ne correspond plus au modèle économique de la Société, la Société ne souhaitant pas à l'avenir se financer par voie d'offre au public d'instruments financiers. La mise en œuvre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire présente en outre un nombre certain d'avantages, tant pour l'Initiateur que pour la Société, dans la mesure où une telle opération permettrait à la Société de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres aux négociations sur un marché réglementé, et dès lors de réduire les coûts qui y sont associés. Une telle opération permettrait en outre de simplifier à l'avenir le fonctionnement de la Société.

L'Initiateur propose en conséquence aux actionnaires de OLIN qui apporteront leurs titres à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 0,10 euro par action OLIN. Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre sont décrits en Section 2 du présent projet de note d'information.

Ce prix a fait l'objet d'une attestation d'équité par un expert indépendant (voir Section 3 ci-après), la Société SORGEM EVALUATION, représenté par Monsieur Maurice NUSSENBAUM, nommé par la Société conformément aux dispositions de l'article 261-1 II du Règlement général de l'AMF.

## **1.2 Intentions de l'Initiateur**

### **1.2.1 Stratégie politique et industrielle et poursuite de l'activité**

L'Initiateur n'entend pas, à ce jour, modifier la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société au cours des douze prochains mois. En particulier, l'Initiateur n'entend pas modifier l'objet social de la Société.

### **1.2.2 Composition des organes de direction de la Société**

OLIN est une société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance.

L'Initiateur n'entend pas à ce jour modifier la composition des organes sociaux et de direction de OLIN.

### **1.2.3 Orientations en matière d'emploi**

Conformément à la stratégie de poursuite de l'activité de la Société, l'Offre ne devrait pas avoir d'impact sur la politique de OLIN en matière d'emploi.

### **1.2.4 Fusion**

L'Initiateur n'envisage pas, à ce stade, de proposer une opération de fusion avec la Société mais se réserve la possibilité d'effectuer toute opération d'optimisation de la structure de détention de la Société.

### **1.2.5 Synergies envisagées**

L'Initiateur étant un Concert constitué d'institutions financières, il n'a pas vocation à développer des synergies avec la Société à l'issue de l'Offre.

### **1.2.6 Politique de distribution de dividendes**

Au regard des déficits accumulés et de la situation nette négative depuis plusieurs années, la distribution de dividendes par OUTSIDE LIVING INDUSTRIES SA à moyen terme est très hypothétique.

A l'avenir, la politique de distribution de dividendes sera fonction de la situation financière de la Société.

### **1.3 Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, auxquels l'Initiateur est partie ou dont il a connaissance**

L'Initiateur n'a connaissance ou n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

### **1.4 Caractéristiques de l'Offre**

#### **1.4.1 Conditions de l'Offre**

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, INVEST SECURITIES, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions OLIN non encore détenues à ce jour, directement ou indirectement par le Concert. Dans ce contexte, la Société a désigné la Société SORGEM EVALUATION, représenté par Monsieur Maurice NUSSENBAUM, en qualité d'expert indépendant, conformément aux articles 261-1 II et suivants du Règlement général de l'AMF. L'attestation de l'expert indépendant figure en section 3 de la présente note d'information.

Les termes de l'Offre ont été approuvés par décisions du gérant de EFFI INVEST I et du Président de D&P PME IV en date du 3 octobre 2011.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de OLIN à acquérir, au prix de 0,10 euro par action, les actions OLIN qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait pendant une période de 10 jours de négociation.

INVEST SECURITIES, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

#### **1.4.2 Titres visés par l'Offre**

A la date du dépôt de l'Offre, l'Initiateur détient 175 783 620 actions et 177 283 620 droits de vote de la Société représentant respectivement 97,28% du capital et 97,01% des droits de vote de cette dernière.

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du dépôt de l'Offre soit, à la connaissance de l'Initiateur, 4 910 280 actions sur les 180 693 900 actions OLIN, représentant 2,72% du capital social de la Société.

Il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier susceptible de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

D&P PME IV et EFFI INVEST I sont convenues de se répartir à parts égales, pour moitié chacun, les titres OLIN qui seront apportés à l'offre publique de retrait, ainsi que ceux qui n'auront pas été présentés à cette offre et qui seront transférés à l'Initiateur dans le cadre du retrait obligatoire.

#### **1.4.3 Modalités de l'offre**

##### **- L'Offre Publique de Retrait**

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 4 octobre 2011. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

Conformément aux dispositions des articles 231-16 III et 231-17 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux termes de l'Offre a été diffusé le 4 octobre 2011 par l'Initiateur et OLIN et mis en ligne sur les sites Internet de D&P PME IV ([www.dp-finance.fr](http://www.dp-finance.fr)) et de OLIN

([www.outsideliving.com](http://www.outsideliving.com)). En outre, conformément aux dispositions de l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, le projet de note d'information conjointe est tenu gratuitement à la disposition du public aux sièges sociaux d'EFFI INVEST I, D&P PME IV et OLIN et auprès de INVEST SECURITIES, et a été mis en ligne sur les sites internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), de D&P PME IV ([www.dp-finance.fr](http://www.dp-finance.fr)) et de OLIN ([www.outsideliving.com](http://www.outsideliving.com)).

L'AMF publiera sur son site internet une déclaration de conformité motivée relative au présent projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la présente note d'information.

La note d'information conjointe ainsi visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront disponibles sur les sites internet de l'AMF, D&P PME IV et de OLIN et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement aux sièges sociaux de d'EFFI INVEST I, D&P PME IV et de OLIN, et auprès d'INVEST SECURITIES. Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié conjointement par l'Initiateur et OLIN dans un journal financier de diffusion nationale.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre et en accord avec la réglementation applicable, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre Publique de Retrait et Euronext Paris publiera, dans un avis, le calendrier et les modalités de l'Offre Publique de Retrait ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire et notamment sa date de prise d'effet.

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

Les actions OLIN détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, pour répondre à l'Offre Publique de Retrait, les détenteurs d'actions OLIN inscrites en compte nominatif devront demander, dans les meilleurs délais, l'inscription de leurs actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

Les actions OLIN apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété.

L'Initiateur se réserve le droit d'écarter tous les titres apportés qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de OLIN qui souhaiteraient apporter leurs actions dans les conditions proposées dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement...) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le document mis à leur disposition par ce dernier, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

L'Offre Publique de Retrait s'effectuant par achats sur le marché, le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de bourse après chaque négociation. Le membre de marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est INVEST SECURITIES. Les frais de négociation resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

#### - Le Retrait Obligatoire

A l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions OLIN qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix de l'Offre, soit 0,10 euro par action OLIN, le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait, conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du Règlement général de l'AMF.

Dans un tel cas, un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-3 du Règlement général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de PAREL pour le compte d'INVEST SECURITIES, centralisateur des opérations d'indemnisation. Euroclear France clôturera le code de négociation FR0006626032 des actions OLIN ainsi que les comptes des affiliés et délivrera à ces derniers des attestations du solde de leur compte en actions OLIN. INVEST SECURITIES, centralisateur des opérations d'indemnisation, sur présentation des attestations délivrées par Euroclear France, donnera

instruction à PAREL de créditer les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions OLIN de l'indemnité leur revenant. Conformément à l'article 237-6 du Règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par la BRED agissant pour le compte d'INVEST SECURITIES pendant une durée de 10 ans à compter de la date de Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Les actions OLIN seront radiées du Compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris le jour où le Retrait Obligatoire sera effectif.

## 1.5 Calendrier indicatif de l'Offre

4 octobre 2011	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF. Diffusion par l'Initiateur et la Société d'un communiqué de presse conjoint annonçant le dépôt du projet d'Offre et la mise à disposition et mise en ligne du projet de note d'information. Mise en ligne de ce communiqué sur les sites internet de D&P PME IV et OLIN. Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note d'information conjointe sur les sites Internet de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ), de D&P PME IV et de OLIN ( <a href="http://www.outsideliving.com">www.outsideliving.com</a> ).
3 novembre 2011	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe.
7 novembre 2011	Mise à disposition du public et mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ), de D&P PME IV et de OLIN ( <a href="http://www.outsideliving.com">www.outsideliving.com</a> ) de la note d'information conjointe visée par l'AMF et des documents relatifs aux autres informations notamment juridiques, comptables et financières concernant le Concert et OLIN . Diffusion d'avis financiers informant de la mise à disposition des notes de l'Offre et des autres informations.
8 novembre 2011	Ouverture de l'Offre.
21 novembre 2011	Clôture de l'Offre.
22 novembre 2011	Annonce du résultat de l'Offre par un avis de l'AMF Mise en œuvre du Retrait Obligatoire Radiation des actions OLIN du marché Nyse Euronext Paris

## 1.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

La distribution de la présente note d'information et de tout document relatif à l'Offre et la participation à l'Offre peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions. L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession de cette note doivent se tenir informées des restrictions légales applicables et les respecter.

Le non-respect des restrictions légales est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certaines juridictions.

L'initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales applicables.

## 1.7 Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française, les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui sont résidents fiscaux français et qui participeront à l'Offre.

Ceux-ci doivent néanmoins s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

### 1.7.1 Personnes physiques détenant des actions de la Société dans le cadre de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux personnes physiques ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations. Les personnes physiques qui réaliseraient de telles opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

#### 1.7.1.1 Régime de droit commun

En application de l'article 150-0 A du Code général des impôts ("**CGI**") et sous réserve des cas d'exception prévus par la loi (PEA notamment), les plus-values de cession d'actions de la Société réalisées par les personnes physiques dans le cadre de l'Offre, égales à la différence entre le prix offert et le prix ou la valeur d'acquisition des actions de la Société apportées à l'Offre, sont imposables à l'impôt sur le revenu au taux proportionnel actuellement fixé à 19 %, dès le premier euro de gain.

Le seuil d'imposition (fixé à 25 830 € en 2010) qui enclenchait la taxation des plus-values à l'impôt sur le revenu est supprimé pour les plus-values faites en 2011. Les plus-values seront donc taxées aux prélèvements sociaux et à l'impôt sur le revenu quel que soit le montant des ventes de titres réalisé dans l'année.

Les prélèvements sociaux énumérés ci-après, non déductibles du revenu global imposable au titre de l'année de leur paiement, s'ajoutent à cet impôt :

- la contribution sociale généralisée ("**CSG**") au taux de 8,2 % ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale ("**CRDS**") au taux de 0,5 % ;
- le prélèvement social de 3,4 % ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social de 3,4 % perçue au taux de 0,3 % ; et
- la contribution additionnelle au prélèvement social de 3,4 % perçue au taux de 1,1 % ;

soit un total de 13,5%.

Le taux global de l'imposition est donc de 32,5%.

Le cas échéant, l'apport à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des actions de la Société apportées à l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D, 11° du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre peuvent être imputées sur les plus-values de même nature réalisées au cours de la même année et, éventuellement, des dix années suivantes.

#### 1.7.1.2 Régime spécial des plans d'épargne en actions ("**PEA**")

Les actions de la Société constituent des actifs éligibles au PEA.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit (i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des plus-values nettes générées par les placements effectués dans le cadre du PEA, à condition notamment que ces plus-values soient maintenues dans le PEA, et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait

partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ces plus-values restent néanmoins soumises à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles à ce prélèvement, aux taux en vigueur à la date de réalisation du gain.

Les moins-values réalisées sur des actions détenues dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre. Toutefois, en cas de clôture du PEA, les moins-values constatées peuvent être imputées, sous certaines conditions, sur les gains de même nature réalisés hors du plan au titre de l'année de la clôture ou sur les dix années suivantes.

## **1.7.2 Personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés**

### **1.7.2.1 Régime de droit commun**

Les plus-values réalisées lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre, égales à la différence entre le prix offert et le prix ou la valeur d'acquisition des actions de la Société apportées à l'Offre, sont, en principe, incluses dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,1/3 % augmenté, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % assise sur l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 euros par période de douze mois (article 235 *ter* ZC du CGI).

Cependant, pour les sociétés dont le chiffre d'affaires hors taxes est inférieur à 7 630 000 euros, et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75 % (calculés dans les conditions prévues à l'article 219 I-b du CGI) pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, les plus-values nées de la cession des actions de la Société sont imposées au taux de 15 %, dans la limite de 38 120 euros de bénéfices imposables par période de douze mois. Ces sociétés sont également exonérées de la contribution sociale de 3,3 % mentionnée ci-dessus.

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

### **1.7.2.2 Régime spécial des plus-values à long terme**

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, le montant net des plus-values à long terme afférentes à des titres de participation visés à cet article et détenus depuis au moins deux ans est exonéré, sous réserve d'une quote-part de frais et charges égale à 10% pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011 (5% auparavant) du résultat net des plus-values de cession qui est incluse dans le résultat imposé dans les conditions de droit commun.

Constituent des titres de participation au sens de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, les titres (autres que les titres de sociétés à prépondérance immobilière) qui revêtent ce caractère sur le plan comptable, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime des sociétés mères et filiales prévu aux articles 145 et 216 du CGI, lorsque ces actions ou titres sont inscrits au compte "titres de participation" ou à une subdivision spéciale d'un autre compte correspondant à leur qualification comptable.

Les moins-values subies lors de la cession des actions de la Société qui relèveraient de ce régime ne sont imputables que sur les plus-values de même nature réalisées au cours du même exercice.

## **1.7.3 Autres actionnaires**

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables non-résidents de France ou les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, devront s'informer du régime fiscal s'appliquant à leur cas particulier.

Sous réserves des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion de cessions d'actions par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt en France, ou (ii) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants, dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés n'aient, à aucun moment au cours des cinq années précédant la

cession, dépassé ensemble 25 % de ces bénéficiaires ou (iii) que le cédant ne soit pas domicilié dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

## **1.8 Mode de financement de l'Offre et frais liés à l'opération**

Le montant maximum de l'Offre est de 491 028 euros, correspondant à l'acquisition de 4 910 280 actions de OLIN au prix unitaire de 0,10 euro, étant précisé que la totalité des actions OLIN apportées à l'Offre Publique de Retrait ou transférées dans le cadre de l'éventuel Retrait Obligatoire seront acquises par l'Initiateur.

D&P PME IV et EFFI INVEST I sont convenues de se répartir à parts égales, pour moitié chacun, les titres OLIN qui seront apportés à l'offre publique de retrait, ainsi que ceux qui n'auront pas été présentés à cette offre et qui seront transférés à l'Initiateur dans le cadre du retrait obligatoire.

Le financement des sommes dues par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre s'effectuera par financement propre avec la trésorerie actuelle de l'Initiateur.

Le montant global des frais, coûts et dépenses externes supportés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, y compris les honoraires et frais de conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité est estimé à environ 255 K€.

Le financement de l'Offre, compte tenu de son coût et de la taille des sociétés constituant le Concert à l'initiative de celle-ci, n'aura pas d'incidence sur les actifs, l'activité ou les résultats de l'initiateur.

## **1.9 Eléments visés à l'article L.225-100-3 du Code de commerce**

Conformément à l'article 3-2° de l'Instruction de l'AMF n° 2006-07 relative aux offres publiques d'acquisitions telle que modifiée les 16 mai 2007 et 24 juin 2011, les éléments mentionnés à l'article L. 225-100-3 du Code de commerce, le cas échéant actualisés à la date de dépôt de la présente Offre tel que la Société en a connaissance, sont présentés ci-après.

### **1.9.1 Structure du capital de la Société**

A la date de dépôt de la présente Offre, le capital social de OLIN s'élève à 18 069 390 euros divisé en 180 693 900 actions de 0,10 euro de valeur nominale, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Le 12 juillet 2011, le nombre d'actions composant le capital social de la Société a été porté de 2 604 645 à 180 693 900 en suite de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription lancée le 16 juin 2011, et dont la période de souscription s'est achevée le 30 juin 2011.

A l'exception des actions composant le capital social, il n'existe pas d'autres instruments financiers émis par la Société donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de la Société.

A la date de dépôt de la présente Offre, la Société ne détient directement ou indirectement aucune de ses propres actions.

### **1.9.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses conventionnelles portées à la connaissance de la société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce**

Les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société.

Conformément à l'article L.233-11 du Code de commerce, il a été porté à la connaissance de la Société un accord entre actionnaires conclu, le 30 juin 2008, entre les sociétés D&P PME IV et EFFI INVEST 1, aux termes duquel ces dernières se déclarent agir de concert vis-à-vis de la société OLIN (cf. D&I AMF n°208C1408 du 22 juillet 2008).

Aux termes de cet accord, D&P PME IV et EFFI INVEST 1 se sont engagés à s'informer mutuellement de tout projet d'acquisition, de souscription ou de cession de titres préalablement à la réalisation de toute opération



portant sur au moins 25 000 actions de la Société et à se consulter préalablement à la tenue de toute assemblée générale en vue d'adopter une position commune.

Le concert continuera de lier les sociétés D&P PME IV et EFFI-INVEST 1 tant que leurs participations cumulées représenteront au moins 5% du capital ou des droits de vote de la société NORTENE. Toutefois il est prévu qu'en cas de désaccord sur la position commune à adopter lors de toute assemblée générale de la société OLIN, chacune des parties précitées pourra se retirer du concert, moyennant un préavis écrit de 30 jours adressé à l'autre partie.

A la date de dépôt de la présente Offre, il n'a été porté à la connaissance de la Société, en application de l'article L.233-11 du Code de commerce, aucun autre accord prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société.

### 1.9.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L.233-12 du Code de commerce

A la date de dépôt de la présente Offre, la composition de l'actionnariat de la Société est la suivante :

Nom actionnaire	Nbre actions	% capital	Dt Vote*	% Dt Vote*
D&P PME IV	108 863 900	60,25%	109 863 900	60,12%
Effi Invest I	66 919 720	37,03%	67 419 720	36,89%
<b>Sous Total Concert</b>	<b>175 783 620</b>	<b>97,28%</b>	<b>177 283 620</b>	<b>97,01%</b>
Divers et public	4 910 280	2,72%	5 465 983	2,99%
<b>Total</b>	<b>180 693 900</b>	<b>100,00%</b>	<b>182 749 603</b>	<b>100,00%</b>

\*En nombre de droits de vote théoriques

Par courrier reçu le 18 juillet 2011, l'Autorité des marchés financiers a été destinataire des déclarations de franchissements de seuils suivantes (cf. D&I AMF n°211C1298 du 19 juillet 2011) :

- la société D&P PME IV a déclaré avoir franchi individuellement en hausse, le 12 juillet 2011, les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la société OLIN et détenir individuellement 108 863 900 actions OLIN représentant 109 863 900 droits de vote, soit 60,25% du capital et 60,12% des droits de vote de cette société ;
- la société EFFI-INVEST I a déclaré avoir franchi individuellement en hausse, le 12 juillet 2011, les seuils de 20% du capital, 25%, 30%, et 1/3 du capital et des droits de vote de la société OLIN et détenir individuellement 66 919 720 actions OLIN représentant 67 419 720 droits de vote, soit 37,03% du capital et 36,89% des droits de vote de cette société ;
- les sociétés D&P PME IV et EFFI-INVEST I ont déclaré avoir franchi de concert en hausse, le 12 juillet 2011, les seuils de 2/3, 90% et 95% du capital et des droits de vote de la société OLIN et détenir de concert 175 783 620 actions OLIN représentant 177 283 620 droits de vote, soit 97,28% du capital et 97,01% des droits de vote de cette société.

#### Précisions sur les droits de vote :

Conformément aux stipulations de l'article 8.4 des statuts de la Société, un droit de vote double est accordé aux titulaires d'actions nominatives entièrement libérées lorsque ces actions sont inscrites depuis deux ans au moins au nom d'un même actionnaire. Il est également conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles ce dernier bénéficiait déjà de ce droit. Le droit de vote double cesse de plein droit pour toute action ayant fait l'objet d'une conversion au porteur ou de transfert de propriété sous réserve des exceptions prévues par la loi.



Les principaux actionnaires de OLIN figurant dans les tableaux présentés ci-dessus ne détiennent pas de droits de vote différents, hors les droits de vote double attachés à une partie des actions nominatives leur appartenant.

Lors de l'assemblée générale mixte des actionnaires de OLIN du 15 mai 2009, en début de séance, et préalablement au vote des résolutions, le Bureau de l'assemblée générale, saisi d'une demande présentée par D&P PME IV et EFFI INVEST I, a constaté, après avoir entendu les personnes concernées, que Monsieur VITOU et la société DOMOPHI SAS (dont Monsieur VITOU est le Président) n'avaient pas déclaré de franchissements de seuil ou d'intention au titre de leur concert présumé en application des dispositions de l'article L.233-10 II du Code de commerce, et décidé en conséquence d'appliquer à leur encontre, conformément aux recommandations présentées par l'AFEP et l'ANSA dans le vade-mecum à l'attention des membres du bureau des assemblées générales, la sanction prévue à l'article L.233-14 du Code de commerce, savoir la privation automatique des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée au titre du concert présumé, soit 5%.

La décision du Bureau et les délibérations adoptées par l'assemblée générale mixte du 15 mai 2009 ont été contestées en justice par Monsieur Dominique VITOU et la société DOMOPHI SAS, étant précisé qu'aux termes d'un jugement rendu en premier ressort le 13 octobre 2010, le Tribunal de Commerce de Paris a notamment annulé la décision prise par le Bureau ainsi que les délibérations de l'assemblée générale des actionnaires de la Société adoptées en la forme extraordinaire.

Le 17 novembre 2010, la Société a interjeté appel de ce jugement qui n'est pas assorti de l'exécution provisoire. A la date des présentes, l'affaire est pendante devant la Cour d'appel de Paris. Les intimés, outre la confirmation du jugement attaqué et le rejet des demandes d'OLIN, ont demandé l'annulation des délibérations des assemblées générales d'OLIN en date des 30 mars 2010 et 20 juillet 2010 au motif que les intimés auraient également été indument privé de leur droits de vote lors de ces assemblées.

Les tableaux de répartition du capital et des droits de vote de OLIN présentés ci-dessus ne tiennent pas compte de la décision de privation des droits de vote de Monsieur VITOU et de la société DOMOPHI SAS, prise par le Bureau de l'assemblée générale des actionnaires de OLIN le 15 mai 2009, en application des dispositions de l'article L.233-14 du Code de commerce.

La Société estime, pour les raisons ci-après rappelées, que cette procédure sera sans incidence sur la validité des opérations décidées postérieurement par l'assemblée générale des actionnaires.

Préalablement (i) à la certification de la feuille de présence par le Bureau de l'assemblée générale du 31 mars 2011 et (ii) au vote des résolutions de ladite assemblée portant notamment sur la délégation qui a permis la réalisation de l'augmentation de capital présentée au paragraphe 1.1.1.3 de la présente note d'information, et dans l'attente de la décision d'appel, le Bureau de l'assemblée a décidé, au cours d'une suspension de séance, de prendre en compte, à titre exceptionnel et temporaire, la totalité des droits de vote attachés aux actions détenues par Monsieur Dominique VITOU et la société DOMOPHI SAS.

A cette occasion, il a été expressément précisé aux actionnaires que cette décision du Bureau ne valait pas, à quelque titre ou de quelque manière que ce soit, reconnaissance quelconque par la Société, le Bureau ou les actionnaires de OLIN SA du bien fondé des prétentions et arguments avancés par Monsieur Dominique VITOU et/ou DOMOPHI SAS dans le cadre du litige précité qui est actuellement pendant devant la Cour d'Appel de Paris.

En conséquence, après avoir constaté que seul Monsieur Dominique VITOU avait exprimé un vote par correspondance en justifiant une participation de 189 117 actions nominatives, le Bureau de l'assemblée du 31 mars 2011 a décidé de prendre en compte la totalité des droits de vote double attachés aux 189 117 actions nominatives de Monsieur Dominique VITOU, soit un nombre total de 378 234 droits de vote double.

Aucun droit de vote double n'a été pris en compte pour la société DOMOPHI SAS qui n'était ni présente, ni représentée lors de l'assemblée et n'a exprimé aucun vote par correspondance.

Lors de cette assemblée générale, les actionnaires de la Société ont également ratifié, pour autant que de besoin, les décisions prises par l'assemblée générale extraordinaire du 15 mai 2009 aux termes des 12ème et 13ème résolutions aux fins de réduire le capital social de la Société et de modifier corrélativement l'article 6 des statuts. Cette ratification prive de conséquence une éventuelle confirmation de l'annulation des délibérations de l'assemblée générale des actionnaires de la Société adoptés, le 15 mai 2009, en la forme extraordinaire.

Quant aux demandes de Monsieur VITOU et la société DOMOPHI tendant à l'annulation des délibérations des assemblées générales d'OLIN en date des 30 mars 2010 et 20 juillet 2010, la Société considère que ces demandes nouvelles sont irrecevables car nouvelles en cause d'appel.

En toute hypothèse, quand bien même ces demandes seraient-elles accueillies favorablement par la Cour d'appel de Paris, l'annulation des délibérations précitées ne saurait avoir aucune incidence sur les opérations financières ratifiées ou décidées par l'assemblée générale du 31 mars 2011 qui n'est pas contestée.

Il est rappelé, par ailleurs, que la société DOMOPHI fait actuellement l'objet d'une procédure de liquidation judiciaire simplifiée. La participation détenue par DOMOPHI dans le capital de la société OLIN figure parmi les actifs destinés à être cédés. A la date de la présente note d'information, la Société n'a pas connaissance de l'état d'avancement de cette procédure.

La Société ne détient pas de participation dans des sociétés qui la contrôlent directement ou indirectement et n'a pas procédé à des notifications prévues par l'article L.233-12 du Code de commerce.

#### **1.9.4 Liste des détenteurs de tout titres comportant des droits de contrôle spéciaux**

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droit de contrôle spécial.

#### **1.9.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

La Société n'a pas mis en place de système d'actionariat du personnel.

#### **1.9.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote**

Un accord conclu, le 30 juin 2008, entre les sociétés D&P PME IV et EFFI INVEST 1, aux termes duquel ces dernières se déclarent agir de concert vis-à-vis de la société OLIN, a été porté à la connaissance de la Société (cf. D&I AMF n°208C1408 du 22 juillet 2008).

Aux termes de cet accord, D&P PME IV et EFFI INVEST 1 se sont engagés à s'informer mutuellement de tout projet d'acquisition, de souscription ou de cession de titres préalablement à la réalisation de toute opération portant sur au moins 25 000 actions de la Société et à se consulter préalablement à la tenue de toute assemblée générale en vue d'adopter une position commune.

Le concert continuera de lier les sociétés D&P PME IV et EFFI-INVEST 1 tant que leurs participations cumulées représenteront au moins 5% du capital ou des droits de vote de la société OLIN. Toutefois il est prévu qu'en cas de désaccord sur la position commune à adopter lors de toute assemblée générale de la société NORTENE, chacune des parties précitées pourra se retirer du concert, moyennant un préavis écrit de 30 jours adressé à l'autre partie.

La Société n'a pas connaissance, à la date de dépôt de la présente Offre d'un autre accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

#### **1.9.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société**

##### **1.9.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire (article 9 des statuts)**

« ARTICLE 9 - DIRECTOIRE

###### *9.1 Composition*

*La Société est dirigée par un Directoire ou un Directeur unique nommé et placé sous le contrôle du Conseil de Surveillance institué par l'article 12 des présents statuts.*

*Le nombre de membres du Directoire est fixé par le Conseil de Surveillance.*

Les membres du Directoire peuvent être révoqués par l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires ainsi que par le Conseil de Surveillance.

Au cas où l'intéressé aurait conclu avec la Société un contrat de travail, la révocation de ses fonctions de membre du Directoire n'a pas pour effet de résilier ce contrat.

Le mode et le montant de la rémunération des membres du Directoire sont fixés par le Conseil de surveillance.

#### 9.2 Durée des fonctions - limite d'âge

Le Directoire est nommé pour une durée de deux (2) ans, à l'issue de laquelle il est entièrement renouvelé.

Les membres du Directoire sont toujours rééligibles.

Nul ne peut être nommé membre du Directoire s'il est âgé de plus de 65 ans. »

#### 1.9.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Les modifications des statuts de la Société s'effectuent conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables.

A la connaissance de la Société, à la date de dépôt du projet d'Offre, il n'existe aucune disposition statutaire ou extrastatutaire prévoyant des règles particulières applicables à la modification des statuts de la Société.

#### 1.9.8 Pouvoirs du Directoire, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi ou les statuts, le Directoire dispose, à la date de dépôt de la présente offre, des autorisations suivantes pour émettre ou racheter des actions de la Société :

TITRES CONCERNES	SOURCE (N° DE RESOLUTION)	DUREE DE L'AUTORISATION ET EXPIRATION	MONTANT NOMINAL MAXIMUM D'AUGMENTATION DE CAPITAL EN EUROS	UTILISATION DES DELEGATIONS FINANCIERES
Délégation de compétence au Directoire en vue d'augmenter le capital soit par émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital de la société et/ou de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	AGE 20/07/10 1 <sup>ère</sup> résolution	26 mois Expiration : 20/09/12	25 M€  (plafond spécifique et plafond maximum global)	Le Directoire a, dans sa réunion du 15 juin 2011, examiné et fixé les modalités définitives de réalisation d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'un montant brut de 22 465 063,10 euros par émission de 224 650 631 actions nouvelles au prix unitaire de 0,10 euro à raison de 345 actions nouvelles pour 4 actions existantes.  Cette augmentation de capital, dont la période de souscription s'est achevée le 30 juin 2011, a été souscrite à 79,27%, soit pour un montant brut global de 17 808 925,50 euros.
Délégation de compétence au Directoire en vue d'augmenter le capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	AGE 20/07/10 1 <sup>ère</sup> résolution	26 mois Expiration : 20/09/12	Dans la limite des sommes inscrites en compte et disponibles	Néant

Délégation de compétence au Directoire à l'effet d'augmenter le capital par émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital de la société et/ou de toutes valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	AGE 20/07/10 2 <sup>ème</sup> résolution	26 mois Expiration : 20/09/12	Dans la limite du plafond maximum global de 25 M€	Néant
Autorisation à donner au Directoire d'augmenter le montant des émissions en cas de demandes excédentaires	AGE 20/07/10 3 <sup>ème</sup> résolution	26 mois Expiration : 20/09/12	Dans la limite du plafond maximum global de 25 M€	Néant
Autorisation à donner au Directoire pour déterminer le prix d'émission des actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital, en cas de suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, dans la limite annuelle de 10% du capital social	AGE 20/07/10 4 <sup>ème</sup> résolution	26 mois Expiration : 20/09/12	Dans la limite du plafond maximum global de 25 M€	Néant
Autorisation à donner au Directoire pour que les actions émises sans droit préférentiel de souscription puissent servir à rémunérer des apports de titres en cas d'OPE ou d'apport en nature	AGE 20/07/10 5 <sup>ème</sup> résolution	26 mois Expiration : 20/09/12	Dans la limite du plafond maximum global de 25 M€	Néant

### **1.9.8 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts**

A la connaissance de la Société, il n'existe, à la date de dépôt du présent projet d'Offre, aucun accord conclu par la Société susceptible d'être modifié ou de prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société.

### **1.9.9 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique**

Aux termes du contrat de travail dont bénéficie Monsieur Jean-Luc HEYMANS, Président du Directoire d'OLIN, l'employeur (OUTSIDE LIVING INDUSTRIES FRANCE SARL) s'engage à lui verser, en cas de licenciement hors faute grave ou lourde ou en cas de rupture conventionnelle, une indemnité d'un montant égal à 100% du montant cumulé des 12 derniers mois de salaires nets perçus.

Cette indemnité se substitue à l'indemnité légale ou conventionnelle de licenciement.

En application des stipulations du contrat de travail conclu avec OUTSIDE LIVING INDUSTRIES FRANCE SARL, Monsieur Jean-Luc HEYMANS peut bénéficier d'une indemnité mensuelle de non-concurrence égale à 30% de sa rémunération mensuelle brute (la rémunération mensuelle brute étant égale à 1/12<sup>ème</sup> de la rémunération annuelle brute des 12 derniers mois), la durée de la clause de non-concurrence étant de 24 mois.

Aux termes du contrat de travail dont bénéficie Monsieur Georges TOURNIER, Directeur Général et Membre du Directoire d'OLIN, l'employeur (OLIN), s'engage à lui verser, en cas de licenciement hors faute grave ou lourde ou en cas de rupture conventionnelle, une indemnité d'un montant égal à 50% du montant cumulé des 12 derniers mois de salaires nets perçus.

Cette indemnité se substitue à l'indemnité légale ou conventionnelle de licenciement.

En application des stipulations du contrat de travail conclu avec OLIN, Monsieur Georges TOURNIER peut bénéficier d'une indemnité mensuelle de non-concurrence égale à 30% de sa rémunération mensuelle brute (la rémunération mensuelle brute étant égale à 1/12ème de la rémunération annuelle brute des 12 derniers mois), la durée de la clause de non-concurrence étant de 24 mois.

A la connaissance de la Société, il n'existe, à la date de dépôt du présent projet d'offre, aucun autre accord prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

## 2. ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Le prix offert par l'Initiateur est de 0,10 euro par action OLIN (ci après le « Prix d'Offre »).

Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre ci-après ont été établis par INVEST SECURITIES, banque présentatrice agissant pour le compte de l'Initiateur dans le cadre de l'Offre sur la base d'informations transmises par la Société et selon les principales méthodes usuelles d'évaluation.

### 2.1 Synthèse

Le prix retenu par le concert d'actionnaire D&P PME IV et EFFI INVEST pour l'Offre sur les actions OLIN SA est de 0,10€ par action.

OUTSIDE LIVING INDUSTRIES S.A. (ci-après « OLIN ») est la société holding du groupe OLIN, présent sur les marchés du « Jardin Loisir » et du « Bien-être ». Au travers de ses deux filiales opérationnelles KARIBU et UBBINK, OLIN distribue des produits d'équipement et de décoration de jardins, principalement des saunas, des abris de jardin en bois, des piscines hors sol, des bassins et des fontaines décoratives ainsi que leurs accessoires, etc.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant ci-dessous ont été préparés par Invest Securities pour le compte de l'Initiateur et en plein accord avec ce dernier, notamment en ce qui concerne les différentes méthodes d'évaluation et les hypothèses retenues.

Les évaluations ont été réalisées sur la base d'informations et d'indications transmises par la direction d'OLIN qui n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part d'Invest Securities.

Synthèse des méthodes	m€	€/action	Prime/Décote
<b>Méthodes retenues</b>			
Augmentation de capital (juin 2011)	18,1	0,10	0,0%
Actif Net Réévalué	4,2	0,02	76,7%
<b>Autres références</b>			
Dernier cours (21/09/2011)	19,9	0,11	-10,0%
<i>Période du 16 juin 2011 au 21 septembre 2011</i>			
Cours le plus haut	74,1	0,41	-310,0%
Cours le plus bas	16,3	0,09	10,0%
Cours moyen pondéré	27,5	0,15	-52,1%
<i>Période précédant le début de l'augmentation de capital (16 juin 2011)*</i>			
Cours le plus haut 1 an	54,9	0,30	-203,8%
Cours le plus bas 1 an	18,2	0,10	-0,8%
Cours moyen pondéré 1 mois	19,9	0,11	-10,3%
Cours moyen pondéré 3 mois	21,8	0,12	-20,5%
Cours moyen pondéré 6 mois	24,3	0,13	-34,6%
Cours moyen pondéré 1 an	32,8	0,18	-81,7%
Actif net au 30/09/10	-20,2	-0,11	n.c.
Actif net au 31/03/11	-20,9	-0,12	n.c.

\*Les cours de bourse historiques, précédant le début de l'augmentation de capital (16 juin 2011) ont été ajustés de la valeur du droit préférentiel de souscription (0,59€) détaché à l'occasion de cette opération.

### 2.2 Présentation du groupe OLIN

La société a été fondée en 1956 sous la dénomination COMPTOIR DES PRODUITS CHIMIQUES ET INDUSTRIELS. Elle adopte le nom de NORTENE en 1969, avant d'en changer à nouveau en 2008 pour devenir OUTSIDE LIVING INDUSTRIES S.A. (ci-après « OLIN »).

Cette dernière est la société holding du groupe OLIN, qui est présent sur les marchés du « Jardin Loisir » et du « Bien-être ». La société s'est récemment désengagée de l'activité « Jardin Utilitaire ». OLIN distribue des produits d'équipement et de décoration de jardins, principalement des saunas, des abris de jardin en bois, des piscines hors sol, des bassins et des fontaines décoratives ainsi que leurs accessoires, etc. Le groupe s'articule autour de deux filiales opérationnelles : KARIBU et UBBINK.

KARIBU est une société allemande spécialisée dans la fabrication et la distribution de produits en bois. La plupart des produits qu'elle distribue sont fabriqués dans ses deux sites de production à Bernau et Brême. Parmi ces produits on retrouve des chalets, des abris de jardin, des garages, des saunas, des piscines hors-sol, etc.

UBBINK est une filiale néerlandaise spécialisée dans la conception et la commercialisation de bassins, de fontaines, de cascades, de divers accessoires (pompes, filtres, éclairages, etc.), de piscines, etc. Contrairement à KARIBU, la fabrication est sous-traitée à plusieurs fournisseurs.

En 2010, grâce à KARIBU, 57,7% du chiffre d'affaires du groupe a été réalisé en Allemagne, tandis que grâce à UBBINK le Benelux représentait 24,8% du total. Les 17,5% de chiffre d'affaires restants ont été réalisés en France. Le chiffre d'affaires du groupe est marqué par une forte saisonnalité, puisque près de 60% de celui-ci est réalisé entre mars et août.

Parmi les clients du groupe, on retrouve principalement des Grandes Surfaces Spécialisées (distribuant entre autres des produits de jardin) telles que Castorama, Truffaut, Leroy Merlin, Obi, Hornbach, Otto Baumarkt, etc.

Les sociétés du secteur ont connu récemment de fortes difficultés. Celles-ci s'expliquent par la dégradation d'un certain nombre de paramètres du marché :

- (i) la crise actuelle a eu un impact négatif sur le pouvoir d'achat des consommateurs européens, ce qui se répercute directement sur la consommation de produits pour le jardin, considérés comme non-essentiels ;
- (ii) les prix des matières premières ont connu de fortes variations du fait de cette même crise, ces prix (notamment ceux des matières plastiques et du bois) ayant un fort impact sur les marges des sociétés ;
- (iii) l'exposition au risque climatique qui du fait d'une météo imprévisible ces dernières années a impacté le plus souvent défavorablement le niveau de chiffre d'affaires global du secteur.

Les difficultés de la société se retrouvent dans la baisse de 3,4% du chiffre d'affaires en 2010 (-7,0% depuis 2008). La marge brute a fortement été impactée, passant de 44,3% en 2009 à 42,8% en 2010. Cependant, la société a fait un effort pour maîtriser ses charges externes (17,4m€, soit -4,59% vs. 2009), ses charges opérationnelles (9,6m€, soit -5,93% vs. 2009) et ses autres charges courantes (0,3m€, soit -60,9% vs. 2009). Les efforts consentis en matière de contrôle de coût se traduisent par un EBITDA en croissance de 7,8% par rapport à 2009.

<b>Compte de Résultat (m€)</b>	<b>09/08</b>	<b>09/09</b>	<b>09/10</b>
Chiffre d'affaires	70,26	67,68	65,36
<i>Variation</i>		-3,7%	-3,4%
Marge Brute	30,56	29,95	27,98
<i>Marge Brute (%)</i>	43,5%	44,3%	42,8%
Excédent Brut d'Exploitation	(1,13)	1,02	1,10
<i>Marge Brute d'Exploitation</i>	-1,6%	1,5%	1,7%
Résultat Opérationnel Courant	(2,62)	0,81	0,82
<i>Marge Opérationnelle Courante</i>	-3,7%	1,2%	1,3%
Résultat Opérationnel	-2,62	0,81	0,48
<i>Marge opérationnelle</i>	-3,7%	1,2%	0,7%
Résultat courant avant impôt	(5,57)	(1,34)	(1,16)
Résultat net	(10,24)	(4,95)	(1,53)
<i>Marge nette</i>	-14,6%	-7,3%	-2,3%
Résultat net part du groupe	(10,24)	(4,95)	(1,53)
<i>Marge nette part du groupe</i>	-14,6%	-7,3%	-2,3%
Résultat net part du groupe ajusté	(10,24)	(4,95)	(1,53)

C'est au travers de la cession et l'abandon de nombreuses activités par OLIN depuis 2008 que la société a pu redresser ses comptes. En 2009, le résultat net des activités abandonnées représentait -2,6m€, tandis qu'en

2010 il était positif à 29k€. Néanmoins, l'endettement de la société continue de peser sur le résultat net. Ainsi en 2010, le coût financier brut était de 1,6m€, c'est-à-dire qu'il représentait à lui seul un montant supérieur à la perte nette de la société.

## 2.3 Méthodologie

La valorisation d'OLIN a été réalisée à partir d'une approche multicritères, reposant sur des méthodes d'évaluation usuelles et appropriées à l'opération envisagée. Les principaux éléments de cette analyse, établie par Invest Securities, sont présentés ci-après.

### 2.3.1 Méthode retenue : Actif Net Réévalué (approche par la « somme des parties »)

La méthode de l'actif net réévalué est une méthode patrimoniale qui consiste à évaluer séparément les différents actifs d'une société. A ce titre, elle se révèle être particulièrement adaptée à la valorisation de conglomerats ou de sociétés holdings telles que OLIN.

En effet, cette société holding possède deux filiales opérationnelles autonomes (KARIBU et UBBINK) ainsi que deux sociétés qui ne présentent aucune activité opérationnelle (OLIN JARDINAGE et NORTENE TUNISIE).

Dans le cadre de cette méthode, nous avons déterminé et mis en œuvre, pour chaque activité de la société (c'est-à-dire chaque filiale), les méthodes de valorisation considérées comme les plus appropriées. Nous avons ensuite effectué la somme des valeurs d'entreprise ainsi calculées et retranché la dette financière nette de la société, afin de déterminer la valeur des capitaux propres de la société, puis la valeur par action.

Cette approche doit tenir compte du fait que la filiale UBBINK occupe des bâtiments industriels qui faisaient jusqu'à peu l'objet d'une location financière avec option d'achat auprès d'ING Real Estate, étant précisé qu'UBBINK a récemment levé ladite option pour l'acquisition des bâtiments au 01/01/2012, à un prix de 2,51M€. Or, la dernière valeur d'expertise connue de cet ensemble immobilier est significativement supérieure au prix d'achat précité, de sorte qu'UBBINK constatera vraisemblablement une plus-value immobilière en cas de revente.. Cette plus-value est évaluée dans le cadre de l'approche par la somme des parties.

L'actif immobilier comprend deux ensembles contigus situés dans la zone industrielle de Beverkroog à Alkmaar (Pays-Bas) :

- un ensemble immobilier industriel de 7 488m<sup>2</sup> (entrepôts) ;
- un ensemble immobilier de 9 125m<sup>2</sup> (bureaux et salles d'exposition).

#### 2.3.1.1 Valorisation de l'immobilier

##### **Méthode retenue : valorisation par un expert indépendant**

Les actifs immobiliers ont été valorisés sur la base du rapport d'expertise indépendant de Scopas Taxatie & Expertise, daté du 23 février 2009. Cette expertise a été réalisée à la demande de la société ING Vastgoed Ontwikkeling B.V., qui est propriétaire des actifs immobiliers.

La valorisation a été faite en considérant (i) le bien comme libre de location et/ou d'usage et (ii) comme ne donnant pas lieu à une offre exceptionnelle d'un amateur particulier. Deux cas de figures ont été retenus :

- une vente de gré à gré, où le prix est déterminé de manière raisonnable lors de la vente du bien dans un cadre adapté et avec la meilleure préparation possible ;
- une vente forcée, où le prix est déterminé de manière raisonnable lors de la vente judiciaire forcée, conformément à l'usage local avec vente au plus offrant du bien.

##### **Méthode écartée : transaction**

La valeur des expertises immobilières est en partie basée sur les transactions (ventes d'entrepôts) réalisées sur la région. Nous ne retenons donc pas la méthode des transactions pour des raisons de redondance.



### 2.3.1.2 Valorisation des filiales opérationnelles (Karibu, Ubbink)

Pour KARIBU et UBBINK, nous faisons l'hypothèse d'une continuité de l'exploitation. Ces filiales sont indépendantes l'une de l'autre et peuvent fonctionner opérationnellement sans le support d'OLIN SA.

#### **Méthodes retenues : actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles et comparables boursiers**

La méthode des flux de trésorerie futurs disponibles calcule une valeur d'entreprise sur la base des cash-flows d'exploitation dont on déduit le montant de la dette nette pour trouver la valeur des fonds propres, et cela quelles que soient les spécificités de la dette.

Nous n'avons pas identifié de sociétés cotées fabriquant des produits identiques à ceux de groupe OLIN ou de ses filiales. Nous avons donc constitué notre échantillon en cherchant à identifier des sociétés qui par rapport à OLIN SA et ses filiales : (i) possèdent des produits comparables et/ou (ii) ont un positionnement identique sur la chaîne de distribution. La description des sociétés constituant cet échantillon se trouve en annexe (§ 2.5.3).

Nous avons retenu comme multiples les ratios EV/CA 2010 et 2011 (valorisation basée sur l'activité une fois une rentabilité normative retrouvée) et EV/EBIT 2011 (données 2010 des sociétés non comparables à celles de 2011 et valorisation sur la base de la rentabilité opérationnelle) et P/E 2011 (valorisation sur la base de la rentabilité globale de la société).

Le multiple VE/CA 2010 a été retenu, car il s'agit d'un multiple permettant de valoriser les sociétés KARIBU et UBBINK sur la base d'un critère réel, c'est-à-dire le chiffre d'affaires réalisé en 2010. Ainsi, ce multiple ne repose pas sur des projections ou des estimations d'analystes, ce qui le rend plus objectif et pertinent que les multiples 2012. Du fait de la conjoncture actuelle, les performances 2012 de l'échantillon que nous avons retenu sont difficiles à évaluer et font plus est l'objet d'une révision de la part des analystes financiers. Ce manque de visibilité rend le consensus 2012 peu pertinent, raison pour laquelle nous n'avons pas retenu les multiples de cette année.

Nous avons principalement retenu les multiples 2011 qui nous semblent particulièrement pertinents : ils permettent de valoriser la société par rapport à l'exercice en cours. De plus, le consensus prend en compte les résultats semestriels ce qui rend les estimations des performances des sociétés comparables plus fiables.

Pour éviter de mettre un poids trop fort sur des multiples de rentabilité opérationnelle dans notre valorisation, nous avons décidé de ne retenir qu'un seul multiple entre VE/EBITDA et VE/EBIT. Nous avons préféré le ratio VE/EBIT, car KARIBU et UBBINK possèdent peu d'immobilisations corporelles et de ce fait ont un niveau de DAP relativement faible. Cette caractéristique est partagée par la majorité des sociétés de notre échantillon. Le ratio VE/EBIT permet ainsi de valoriser KARIBU et UBBINK en se basant sur un multiple prenant en compte la rentabilité après politique d'amortissement des investissements.

#### **Méthode écartée : transactions**

Nous avons écarté cette méthode, car il n'existe pas de transactions comparables suffisamment récentes et pertinentes.

### 2.3.1.3 Valorisation des filiales non-opérationnelles (OLIN JARDINAGE, NORTENE TUNISIE)

#### **Méthodes retenues : actif net comptable**

Nous avons retenu la méthode l'actif net comptable qui permet de valoriser les sociétés dépourvues d'activité opérationnelle, mais portant des actifs ou des passifs au bilan qui ont encore de la valeur.

#### **Méthode écartée : actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles, comparables boursiers et transactions**

Ces méthodes ne sont pas applicables à des sociétés qui ne présentent pas d'activité opérationnelle.

## 2.3.2 Méthodes écartées

### 2.3.2.1 Méthode des comparables boursiers

Nous n'avons pas identifié de sociétés cotées comparables au groupe OLIN dans son ensemble.

Toutefois, la méthode a été mise en œuvre pour valoriser les deux filiales opérationnelles du groupe (Karibu, Ubbink) dans le cadre de l'approche par somme des parties (ANR).

### 2.3.2.2 Méthode des transactions boursières

Nous avons écarté cette méthode, car il n'existe pas de transactions comparables suffisamment récentes et pertinentes.

### 2.3.2.3 Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles

Du fait de la diversité des activités de la société et de l'autonomie des filiales, il n'est pas pertinent de considérer des flux globaux pour valoriser cette dernière.

Toutefois, la méthode a été mise en œuvre pour valoriser les deux filiales opérationnelles du groupe (Karibu, Ubbink) dans le cadre de l'approche par somme des parties (ANR).

### 2.3.2.4 Référence au suivi de la société par des bureaux d'analyse

La société n'étant suivie par aucun bureau d'analyse financière, cette méthode n'a pas pu être mise en œuvre.

### 2.3.2.5 La méthode des dividendes

Cette méthode, qui consiste à actualiser les flux de trésorerie distribuables, n'a pas été retenue car la société n'a pas distribué de dividendes au cours des 6 dernières années. De plus les difficultés financières de la société rendent difficile la distribution de dividendes. Ainsi, OLIN SA ne s'est pas engagé, à la connaissance d'Invest Securities, ni n'a donné aucune indication, sur le versement de dividendes futurs.

## 2.3.3 Autres valeurs de référence

### 2.3.3.1 Le cours de bourse de la société

Le cours de bourse de la société a été très volatil lors de ces derniers mois, notamment du fait de la spéculation autour de la santé financière du groupe, mais constitue néanmoins une référence objective.

### 2.3.3.2 Opération réalisée sur le capital de la société : l'augmentation de capital

L'augmentation de capital réalisée en juin dernier constitue une valeur de référence récente et pertinente.

### 2.3.3.3 L'actif net comptable

L'actif net comptable constitue une référence objective car auditée, mais peut se révéler peu pertinente en l'absence de réévaluation comptable régulière des actifs et des passifs.

## 2.4 Hypothèses retenues et sources des informations utilisées

### 2.4.1 Informations mises à disposition

Les travaux d'Invest Securities ont été effectués sur la base des informations suivantes :

- Comptes sociaux et consolidés certifiés, document de référence et rapports d'activité de la société OLIN SA 2008, 2009 et 2010 (clôture des comptes au 30 septembre de chaque année). On notera que le document de référence 2010 inclut un rapport d'évaluation de Mazars.
- Comptes consolidés semestriels ayant fait l'objet d'une revue limitée de la société OLIN SA 2009 et 2010 (clôture des comptes au 31 mars de chaque année).
- Comptes sociaux au 30 septembre 2010 (audités) et au 31 mars 2010 (revue limitée par les commissaires aux comptes des sous-groupes) de KARIBU et d'UBBINK.
- Reporting au 31 juillet 2011 d'OLIN SA, de KARIBU et d'UBBINK (non audités).

- Comptes sociaux au 31 mars 2011 de NORTENE TUNISIE et d'OLIN JARDINAGE (revue limitée par KPMG).
- Business plans d'OLIN SA, de KARIBU et d'UBBINK pour la période 2011 à 2014 (fournis par la direction d'OLIN SA).
- Rapport d'expertise daté du 23 février 2009 des biens immobiliers d'UBBINK établi par Scopas Taxatie & Expertise à la demande de la société ING Vastgoed Ontwikkeling B.V.

## 2.4.2 Hypothèses communes pour la détermination de la valeur par action

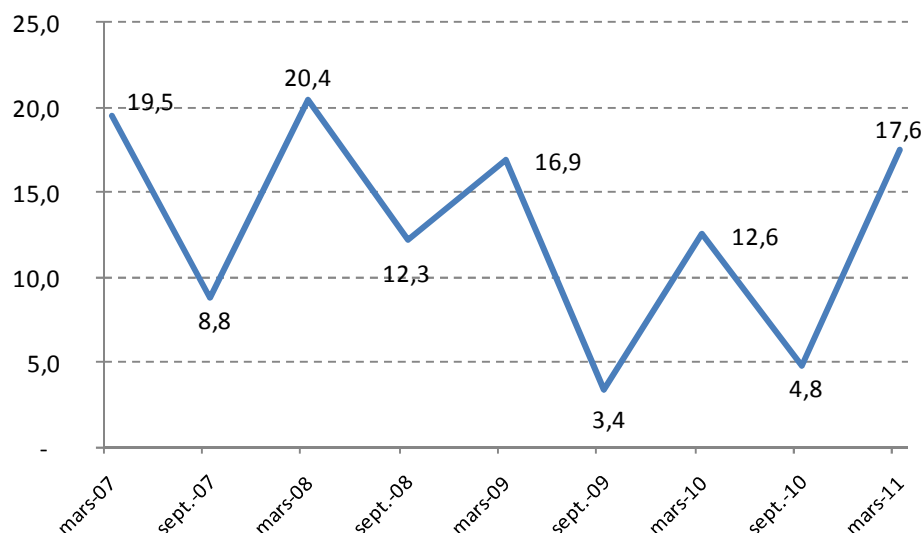
### 2.4.2.1 Dette financière nette

Nous avons pris en compte la dette financière nette suivante, afin de déterminer la valeur des capitaux propres du groupe. Celle-ci est issue des rapports au 31 mars 2011 et tient compte des dernières évolutions de la société, notamment l'augmentation de capital de juin dernier. On notera qu'une augmentation de capital qui se fait par incorporation de créances existantes se décompose de la manière suivante au passif : on diminue le poste de dette qui fait l'objet d'une conversion et l'on augmente le capital. Dans le cas d'OLIN, sur les 37,2m€ de passifs financiers non-courants au 31 mars 2011, 17,4m€ ont été convertis en capital en juin 2011, diminuant de ce fait l'endettement total. Les 0,4m€ restants correspondent à un apport en numéraire qui diminuent également l'endettement net.

(en m€)	au 31 mars 2011
Passifs financiers non-courants	37,2
Augmentation de capital (juin 2011) par incorporation de dette	-17,4
Passifs financiers courants *	11,9
Provisions pour risques et charges	0,3
Passifs impôts différés	0,1
Provisions retraites	1,0
Trésorerie	-0,9
Augmentation de capital (juin 2011) en numéraire	-0,4
Actifs financiers	-0,1
Impôts différés actifs	-0,3
<b>Dette Financière Nette Retenue</b>	<b>31,4</b>

\* Les passifs financiers courants correspondent en majeure partie à des crédits de campagne. Le montant de ces crédits variant avec le niveau de l'activité, nous l'avons lissé sur l'année pour corriger l'effet de saisonnalité. Ainsi, sur les quatre dernières années, le montant des crédits de campagne à fin septembre représente entre 20% et 60% du montant de mars. Pour fin septembre 2011, nous avons pris comme hypothèse 35% du montant de mars (17,6m€), soit 6,1m€. Ensuite nous avons fait la moyenne entre le chiffre de mars et notre estimation de septembre et avons abouti à 11,9m€.

Le graphe ci-dessous illustre la forte saisonnalité des crédits de campagne sur les 4 derniers exercices :



### 2.4.2.2 Nombre d'actions

La société a initié une augmentation de capital le 16 juin 2011. L'opération s'est achevée le 30 juin 2011 et s'est conclue par l'émission de 178 089 255 actions nouvelles, au prix de 0,10€ par action, pour un montant brut total de 17 808 925,50€. Les actions ont été admises à la cotation le 13 juillet 2011. Le capital de la société est ainsi passé de 2 604 645 à 180 693 300 actions.

## 2.5 **Appréciation de l'Offre au regard des différents éléments d'appréciation retenus**

### 2.5.1 **Valorisation par l'Actif Net Réévalué (ANR)**

#### 2.5.1.1 Valorisation de l'immobilier

L'expertise des actifs immobiliers d'UBBINK a été réalisée en février 2009 par l'expert indépendant Scopas Taxatie & Expertise à la demande de la société ING Vastgoed Ontwikkeling B.V.

L'expert a effectué ses estimations selon deux scénarios, qui font ressortir les valorisations suivantes :

- 6,24m€ pour une vente de gré à gré ;
- 5,30 m€ pour une vente forcée.

Pour notre valorisation, nous avons retenu la valeur d'une vente de gré à gré (6,24m€). Malgré ses difficultés financières, la société n'est pas acculée à une vente forcée et ne devrait pas l'être dans un futur proche, nous avons donc exclu cette possibilité.

Pour calculer la plus-value, nous prenons comme prix de revient le coût de l'option d'achat incluse dans le contrat de location. L'option étant levée le 1er janvier 2012, ce montant est de 2,51m€.

Il faut ensuite tenir compte dans notre calcul : (i) du droit de mutation de 6% à l'achat et (ii) de l'imposition de la plus value au taux de 25,5%. Finalement, nous utilisons le taux d'actualisation d'UBBINK pour obtenir la valeur présente de l'option d'achat.

Nous aboutissons à une valorisation de 2,7m€.

Valorisation de l'immobilier	m€
Vente de gré à gré	6,2
Montant de l'option	-2,5
Droit de mutation (6%)	-0,2
<b>Plus-value</b>	<b>3,6</b>
Impôt sur les plus-values (25,5%)	-0,9
Total	2,7
<b>Total actualisé au coût du capital d'UBBINK</b>	<b>2,7</b>

### 2.5.1.2 Valorisation des filiales opérationnelles : méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles (FCF) et méthode des comparables boursiers

#### **Valorisation de KARIBU**

KARIBU est un spécialiste du bois, qui produit et distribue des chalets, des abris de jardin, des garages, des saunas, des piscines hors-sol, etc. La société est basée en Allemagne et possède notamment deux sites de production à Bernau et Brême.

#### **Valorisation par les flux de trésorerie futurs disponibles**

Le business plan fourni par la société pour KARIBU jusqu'à fin 2014 présente les caractéristiques suivantes :

- Le chiffre d'affaires progresse de 1,7% en 2011, de 4,9% en 2012 et 2013, de 3,9% en 2014 ;
- sur la période 2011 – 2014, la marge d'exploitation oscille entre 3,3% et 3,6% et la marge nette entre 1,8% et 2,1% ;

Nous avons ensuite pris une période intermédiaire de 2015 à 2021 pendant laquelle l'activité devrait connaître une croissance modérée de 2%. Finalement, à partir de 2021 nous avons établi un FCF normatif, avec une croissance à l'infini de 1% qui traduit la maturité du secteur à terme. Nous mettons en place cette période intermédiaire de 7 années : (i) pour différencier le taux de croissance du chiffre d'affaires entre cette période intermédiaire et le flux à l'infini et (ii) pour minimiser le poids de la valeur finale actualisée dans la valorisation globale de la société.

A partir de 2015, nous avons retenu une marge d'exploitation de 3,3% qui se situe par prudence dans le bas de la fourchette de 3,3% à 3,6% de la période 2011-2014. En effet, en tant que producteur, la marge brute et donc la marge d'exploitation de KARIBU dépendent des fluctuations des prix des matières premières (notamment du bois) qui sont imprévisibles.

En ce qui concerne le taux d'actualisation, nous avons retenu un coût moyen pondéré du capital de **6,3%**. Celui-ci se calcule à partir du coût des fonds propres et du coût de la dette net d'imposition :

- Le coût de la dette est estimé en rapportant pour 2011 les charges financières à l'endettement net. Nous obtenons un taux avant impôt de 4,5%, soit 3,2% après prise en compte du taux d'IS de 29,9% en vigueur en Allemagne. Nous faisons l'hypothèse que ce taux reste stable. Par ailleurs, nous avons fait l'hypothèse que le ratio endettement net / fonds propres restait stable. Le ratio dette nette / (fonds propres + dette nette) s'établit ainsi à 33,9%, ce qui est légèrement supérieur à la moyenne des sociétés comparables (27%).
- Le coût du capital est déterminé à partir d'un taux sans risque de 2,8% (OAT 10 ans au 22 août 2011), d'une prime de marché de 8,4% (source : Factset, au 22 août 2011) et d'un bêta de la société de 0,61. La société étant faiblement liquide et ayant un faible flottant, son bêta n'est pas représentatif. Nous avons estimé le bêta à partir d'un échantillon de sociétés comparables décrit en annexe : celui-ci s'établit à 0,61. Le coût des fonds propres ressort ainsi à 7,9%. (cf. § 2.5.3).

m€	09/11	09/12	09/13	09/14	09/15	09/16	09/17	09/18	09/19	09/20	09/21	Normatif
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>34,6</b>	<b>36,3</b>	<b>38,1</b>	<b>39,6</b>	<b>40,3</b>	<b>41,2</b>	<b>42,0</b>	<b>42,8</b>	<b>43,7</b>	<b>44,5</b>	<b>45,4</b>	<b>45,9</b>
<b>Résultat d'Exploitation</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
<i>Marge d'exploitation</i>	3,3%	3,6%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
DAP nettes	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>
Taux imposition	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%
Impot théorique	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
<b>Excédent Net d'Exploitation</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
Variation du BFR	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investissements	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
<b>Free Cash Flow d'exploitation</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>
coeff	0,07	1,07	2,07	3,07	4,07	5,07	6,07	7,07	8,07	9,07	10,07	10,07
Free Cash Flows d'exploitation actualisés	0,73	0,65	0,57	0,60	0,65	0,62	0,60	0,57	0,55	0,53	0,51	
	Business Plan Société						Estimations Invest Securities					

Nous aboutissons à la valeur d'entreprise suivante pour KARIBU :

Somme des flux actualisés (m€)	6,6
Valeur finale actualisée (m€)	10,2
Immobilisations financières (m€)	0,1
<b>Valorisation globale (m€)</b>	<b>16,9</b>

Notre tableau fait ressortir une grande sensibilité de la valorisation au taux d'actualisation :

Tableau de sensibilité au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini										
	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%
3,3%	35,1	36,0	37,0	38,1	39,3	40,5	41,9	43,5	45,2	47,1
4,3%	25,4	25,8	26,3	26,7	27,2	27,7	28,3	28,9	29,5	30,2
5,3%	19,9	20,1	20,3	20,6	20,8	21,1	21,3	21,6	21,9	22,2
<b>6,3%</b>	<b>16,3</b>	<b>16,5</b>	<b>16,6</b>	<b>16,7</b>	<b>16,9</b>	<b>17,0</b>	<b>17,1</b>	<b>17,3</b>	<b>17,5</b>	<b>17,6</b>
7,3%	13,9	13,9	14,0	14,1	14,2	14,3	14,3	14,4	14,5	14,6
8,3%	12,0	12,1	12,1	12,2	12,2	12,3	12,3	12,4	12,4	12,5
9,3%	10,6	10,7	10,7	10,7	10,8	10,8	10,8	10,9	10,9	10,9

Etant donné la volatilité actuelle des différents paramètres (notamment la prime de marché qui sur les 4 derniers mois a oscillé entre 6% et 9%), nous considérons qu'un tableau avec une plus grande sensibilité donne de meilleurs points de comparaison qu'un tableau plus réduit.

#### Valorisation par les comparables boursiers

Nous n'avons pas identifié de sociétés cotées fabriquant des produits identiques à ceux de groupe OLIN ou de ses filiales. Nous avons donc constitué notre échantillon en cherchant à identifier des sociétés qui par rapport à OLIN : (i) possèdent des produits comparables et/ou (ii) ont un positionnement identique sur la chaîne de distribution. La description des sociétés constituant cet échantillon se trouve en annexe (§ 2.5.3).

Nous avons retenu comme multiples les ratios EV/CA 2010 et 2011 (valorisation basée sur l'activité une fois une rentabilité normative retrouvée) et EV/EBIT 2011 (donnée 2010 des sociétés non comparables à celles de 2011 et valorisation sur la base de la rentabilité opérationnelle) et P/E 2011 (valorisation sur la base de la rentabilité globale de la société).

	VE/CA		VE/Ebit	PE
	2010	2011	2011	2011
SAMSE S.A.	0,4	0,3	7,9	7,6
VM Matériaux S.A.	0,4	0,3	10,3	7,9
Thermador Groupe S.A.	1,1	1,1	7,2	12,0
Jarden Corp.	0,9	0,8	7,8	8,6
Johnson Outdoors Inc. (Cl A)	n.c.	n.c.	n.c.	11,3
Lafuma S.A.	0,4	0,4	12,5	15,2
Cybergun	0,9	0,8	6,4	6,4
Escalade Inc.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Central Garden & Pet Co.	0,6	0,5	7,9	11,9
William Sinclair Holdings PLC	0,5	0,4	6,6	11,7
Piscines Desjoyaux S.A.	n.c.	0,6	6,3	11,0
Piscines Groupe GA S.A.	0,7	0,7	9,9	18,3
<b>Médiane</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>7,9</b>	<b>11,3</b>
<b>Chiffres KARIBU</b>	<b>34,0</b>	<b>34,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>
<b>VE KARIBU (m€)</b>	<b>20,8</b>	<b>19,2</b>	<b>9,1</b>	<b>10,2</b>
<b>Dette nette KARIBU</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
<b>FP KARIBU (m€)</b>	<b>18,5</b>	<b>16,9</b>	<b>6,8</b>	<b>8,0</b>

Source : Factset au 24 août 2011

Nous prenons la moyenne et aboutissons à une valorisation de 14,8m€ pour KARIBU.

A titre indicatif, nous donnons les multiples VE/CA, VE/EBIT et PE 2012, qui du fait de la conjoncture actuelle et du manque de visibilité ne nous semblent pas pertinents. Ceux-ci aboutissent à une valeur d'entreprise moyenne de 11,8m€. Cette valeur est inférieure à celle que nous avons retenu (14,8m€) et donc l'abaîsserait si nous la prenions en compte dans notre valorisation.

	VE/CA	VE/Ebit	PE
	2012	2012	2012
SAMSE S.A.	0,3	7,0	7,0
VM Matériaux S.A.	0,3	8,9	7,3
Thermador Groupe S.A.	1,0	6,6	11,3
Jarden Corp.	0,7	6,6	7,5
Johnson Outdoors Inc. (Cl A)	n.c.	n.c.	8,3
Lafuma S.A.	0,4	7,8	9,8
Cybergun	0,7	5,2	5,6
Escalade Inc.	n.c.	n.c.	n.c.
Central Garden & Pet Co.	0,4	6,7	8,5
William Sinclair Holdings PLC	0,3	5,7	10,6
Piscines Desjoyaux S.A.	0,5	4,8	9,1
Piscines Groupe GA S.A.	0,6	7,7	10,0
<b>Médiane</b>	<b>0,5</b>	<b>6,7</b>	<b>8,5</b>
<b>Chiffres KARIBU</b>	<b>36,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>
<b>VE KARIBU (m€)</b>	<b>17,8</b>	<b>8,7</b>	<b>9,0</b>
<b>Dette nette KARIBU</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>
<b>FP KARIBU (m€)</b>	<b>15,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>

Source : Factset au 24 août 2011

### Synthèse des méthodes

Synthèse des valorisations retenues KARIBU	
	m€
Méthode des flux actualisés de trésorerie	16,9
Méthode des comparables	14,8
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>15,8</b>

### **Valorisation d'UBBINK**

UBBINK est une filiale spécialisée dans la conception et la commercialisation de bassins, de fontaines, de cascades, de divers accessoires (pompes, filtres, éclairages, etc.), de piscines, etc. La fabrication est sous-traitée à plusieurs fournisseurs. La société est principalement basée au Pays-Bas.

### **Valorisation par les flux de trésorerie futurs disponibles**

Le business plan fourni par la société pour UBBINK jusqu'à fin 2014 présente les caractéristiques suivantes :

- le chiffre d'affaires diminue de 2,5% en 2011, puis progresse de 8,3% en 2012, de 5,7% en 2013 et de 5,2% en 2014 ;
- sur la période 2011 – 2014, la marge d'exploitation oscille entre 4,1% et 4,5% et la marge nette entre 2,2% et 2,4% ;

Nous avons ensuite pris une période intermédiaire de 2015 à 2021 pendant laquelle l'activité devrait connaître une croissance modérée de 2%. Finalement, à partir de 2021 nous avons établi un FCF normatif, avec une croissance à l'infini de 1% qui traduit la maturité du secteur à terme. Nous mettons en place cette période intermédiaire de 7 années : (i) pour différencier le taux de croissance du chiffre d'affaires entre cette période intermédiaire et le flux à l'infini et (ii) pour minimiser le poids de la valeur finale actualisée dans la valorisation globale de la société.

A partir de 2015, nous avons retenu une marge d'exploitation de 4,3 % qui se situe dans le milieu de la fourchette de 4,1% à 4,5% de la période 2011-2014. Contrairement à KARIBU, UBBINK n'est pas un fabricant et sous-traite la fabrication à divers entités. De ce fait, sa marge brute et sa marge sont moins sensibles aux fluctuations des prix des matières premières.



En ce qui concerne le taux d'actualisation, nous avons retenu un coût moyen pondéré du capital de **6,8%**. Celui-ci se calcule à partir du coût des fonds propres et du coût de la dette net d'imposition.

- Le coût de la dette est estimé en rapportant pour 2011 les charges financières à l'endettement net. Nous obtenons un taux avant impôt de 5,8%, soit 4,3% après prise en compte du taux d'IS de 25,5% en vigueur aux Pays-Bas. Nous faisons l'hypothèse que ce taux reste stable. Par ailleurs, nous avons fait l'hypothèse que le ratio endettement net / fonds propres restait stable. Ainsi, le ratio dette nette / (fonds propres + dette nette) s'établit à 30,9%, ce qui est en ligne avec la moyenne des sociétés comparables (27%).

Le coût des fonds propres est déterminé à partir d'un taux sans risque de 2,8% (OAT 10 ans au 22 août 2011), d'une prime de marché de 8,4% (source : Factset, au 22 août 2011) et d'un bêta de la société. La société étant faiblement liquide et ayant un faible flottant, son bêta n'est pas représentatif. Nous avons estimé le bêta à partir d'un échantillon de sociétés comparables décrit en annexe : celui-ci s'établit à 0,61. Le coût des fonds propres ressort ainsi à 6,8%.

m€	09/11	09/12	09/13	09/14	09/15	09/16	09/17	09/18	09/19	09/20	09/21	Normatif
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>32,2</b>	<b>35,2</b>	<b>37,2</b>	<b>39,1</b>	<b>39,9</b>	<b>40,7</b>	<b>41,5</b>	<b>42,3</b>	<b>43,2</b>	<b>44,0</b>	<b>44,9</b>	<b>45,4</b>
<b>Résultat d'Exploitation</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
Marge d'exploitation	4,1%	4,3%	4,2%	4,5%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
DAP nettes	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
Taux imposition	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%
Impôt théorique	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
<b>Excédent Net d'Exploitation</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
Variation du BFR	0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investissements	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
<b>Free Cash Flow d'exploitation</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>
coeff	0,07	1,07	2,07	3,07	4,07	5,07	6,07	7,07	8,07	9,07	10,07	10,07
Free Cash Flows d'exploitation actualisés	1,14	0,65	0,78	0,84	0,89	0,85	0,82	0,78	0,75	0,71	0,68	
	Business Plan Société						Estimations Invest Securities					

Nous ne voyons pas l'intérêt de l'extrapolation sur 7 années réalisée par Invest Securities. En effet, à l'exception de la croissance du CA réduite à 2% (taux constant sur la période d'extrapolation), toutes les autres hypothèses (% marge, Var BFR, capex) restent identiques à celles des exercices 2013 et 2014. Dans ces conditions, un exercice 2015 normatif aurait suffi.

Nous aboutissons à la valorisation d'entreprise suivante pour UBBINK :

Somme des flux actualisés (m€)	8,9
Valeur finale actualisée (m€)	12,4
Immobilisations financières (m€)	0,6
<b>Valorisation globale (m€)</b>	<b>21,9</b>

Notre tableau fait ressortir une grande sensibilité de la valorisation au taux d'actualisation :

Tableau de sensibilité au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini											
	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	
3,8%	41,3	42,1	43,1	44,1	45,1	46,3	47,5	48,8	50,3	51,8	
4,8%	31,4	31,8	32,3	32,7	33,2	33,8	34,3	34,9	35,6	36,2	
5,8%	25,3	25,6	25,8	26,1	26,4	26,6	26,9	27,3	27,6	27,9	
<b>6,8%</b>	<b>21,2</b>	<b>21,4</b>	<b>21,5</b>	<b>21,7</b>	<b>21,9</b>	<b>22,0</b>	<b>22,2</b>	<b>22,4</b>	<b>22,6</b>	<b>22,8</b>	
7,8%	18,3	18,4	18,5	18,6	18,7	18,8	18,9	19,0	19,2	19,3	
8,8%	16,1	16,2	16,2	16,3	16,4	16,4	16,5	16,6	16,7	16,7	
9,8%	14,4	14,4	14,5	14,5	14,6	14,6	14,7	14,7	14,8	14,8	

Etant donné la volatilité actuelle des différents paramètres (notamment la prime de marché qui sur les 4 derniers mois a oscillé entre 6% et 9%), nous considérons qu'un tableau avec une plus grande sensibilité donne de meilleurs points de comparaison qu'un tableau plus réduit.

### Valorisation par les comparables boursiers

Nous n'avons pas identifié de sociétés cotées fabriquant des produits identiques à ceux de groupe OLIN ou de ses filiales. Nous avons donc constitué notre échantillon en cherchant à identifier des sociétés qui par rapport à OLIN : (i) possèdent des produits comparables et/ou (ii) ont un positionnement identique sur la chaîne de distribution. La description des sociétés constituant cet échantillon se trouve en annexe.

Nous avons retenu comme multiples les ratios EV/CA 2010 et 2011 (valorisation basée sur l'activité une fois une rentabilité normative retrouvée) et EV/EBIT 2011 (donnée 2010 des sociétés non comparables à celles de 2011 et valorisation sur la base de la rentabilité opérationnelle) et P/E 2011 (valorisation sur la base de la rentabilité globale de la société).

	VE/CA		VE/Ebit	PE
	2010	2011	2011	2011
SAMSE S.A.	0,4	0,3	7,9	7,6
VM Matériaux S.A.	0,4	0,3	10,3	7,9
Thermador Groupe S.A.	1,1	1,1	7,2	12,0
Jarden Corp.	0,9	0,8	7,8	8,6
Johnson Outdoors Inc. (Cl A)	n.c.	n.c.	n.c.	11,3
Lafuma S.A.	0,4	0,4	12,5	15,2
Cybergun	0,9	0,8	6,4	6,4
Escalade Inc.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Central Garden & Pet Co.	0,6	0,5	7,9	11,9
William Sinclair Holdings PLC	0,5	0,4	6,6	11,7
Piscines Desjoyaux S.A.	n.c.	0,6	6,3	11,0
Piscines Groupe GA S.A.	0,7	0,7	9,9	18,3
<b>Médiane</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>7,9</b>	<b>11,3</b>
<b>Chiffres UBBINK</b>	<b>33,3</b>	<b>32,2</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>
<b>VE UBBINK (m€)</b>	<b>20,3</b>	<b>17,8</b>	<b>11,9</b>	<b>10,7</b>
<b>Dettes nettes UBBINK</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>
<b>FP UBBINK (m€)</b>	<b>18,1</b>	<b>15,6</b>	<b>9,6</b>	<b>8,4</b>

Nous prenons la moyenne et aboutissons à une valorisation d'entreprise de 15,2m€ pour UBBINK.

A titre indicatif, nous donnons les multiples VE/CA, VE/EBIT et PE 2012, qui du fait de la conjoncture actuelle et du manque de visibilité ne nous semblent pas pertinents. Ceux-ci aboutissent à une valeur d'entreprise moyenne de 12,3m€. Cette valeur est inférieure à celle que nous avons retenue (15,2m€) et donc l'abaisserait si nous la prenions en compte dans notre valorisation.

	VE/CA	VE/Ebit	PE
	2012	2012	2012
SAMSE S.A.	0,3	7,0	7,0
VM Matériaux S.A.	0,3	8,9	7,3
Thermador Groupe S.A.	1,0	6,6	11,3
Jarden Corp.	0,7	6,6	7,5
Johnson Outdoors Inc. (Cl A)	n.c.	n.c.	8,3
Lafuma S.A.	0,4	7,8	9,8
Cybergun	0,7	5,2	5,6
Escalade Inc.	n.c.	n.c.	n.c.
Central Garden & Pet Co.	0,4	6,7	8,5
William Sinclair Holdings PLC	0,3	5,7	10,6
Piscines Desjoyaux S.A.	0,5	4,8	9,1
Piscines Groupe GA S.A.	0,6	7,7	10,0
<b>Médiane</b>	<b>0,5</b>	<b>6,7</b>	<b>8,5</b>
<b>Chiffres UBBINK</b>	<b>35,2</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>
<b>VE UBBINK (m€)</b>	<b>17,3</b>	<b>10,1</b>	<b>9,6</b>
<b>Dettes nettes UBBINK</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>
<b>FP UBBINK (m€)</b>	<b>14,7</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>

**Synthèse des méthodes**

Synthèse des valorisations retenues UBBINK	
	m€
Méthode des flux actualisés de trésorerie	21,9
Méthode des comparables	15,2
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>18,5</b>

**2.5.1.3 Valorisation des filiales : méthode de l'actif net comptable**

En ce qui concerne les sociétés OLIN JARDINAGE et NORTENE TUNISIE, comme celles-ci ne présentent pas d'activités opérationnelles, nous avons décidé de les valoriser en utilisant leur actif net comptable :

- au 31 mars 2011, l'actif net comptable de NORTENE TUNISIE était de -1,34m€ ;
- au 31 mars 2011, l'actif net comptable d'OLIN JARDINAGE était de -18,27k€.

Nous avons retenu les valeurs fournies par OLIN au 31 mars 2011. Aucun élément significatif n'a affecté la valeur de ces sociétés depuis ces dates puisqu'elles ne possèdent pas d'activités opérationnelles.

**2.5.1.4 Valorisation de l'ensemble**

Nous additionnons les différentes composantes de la société et nous aboutissons à la valorisation suivante pour OLIN :

Synthèse de la méthode de l'ANR	
	m€
Valorisation Karibu	15,8
Valorisation Ubbink	18,5
Valeur des autres participations	-1,4
Valeur de l'option d'achat UBBINK	2,7
Dette financière nette	31,4
<b>Valeur des fonds propres réévalués</b>	<b>4,2</b>

Cette valeur des fonds propres de 4,2m€ correspond à un prix par action de 0,02€.

**2.5.2 Autres références****2.5.2.1 Cours de bourse**

Suite à l'augmentation de capital ayant eu lieu en juin 2011, le capital de la société est passé de 2 604 645 à 180 693 300 actions. A l'issue de l'opération le concert d'actionnaire réunissant D&P PME IV et EFFI INVEST I détenait plus de 97% du capital du groupe OLIN. Le flottant de la société OLIN ne représente donc plus que 2,7% du capital depuis fin juin 2011.

Nom actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote	% de droit de vote
D&P PME IV	108 863 900	60,2%	109 863 900	60,1%
EFFI INVEST I	66 919 720	37,0%	67 419 720	36,9%
<b>Sous Total Concert</b>	<b>175 783 620</b>	<b>97,3%</b>	<b>177 283 620</b>	<b>97,0%</b>
Divers et public	4 910 280	2,7%	5 465 983	3,0%
<b>Total</b>	<b>180 693 900</b>	<b>100,0%</b>	<b>182 749 603</b>	<b>100,0%</b>

Le cours de l'action a été très volatil lors de ces derniers mois, notamment du fait de la spéculation autour de la santé financière du groupe. Ainsi, le titre a baissé de manière significative au cours de l'année passée et s'établissait à 0,11€ le 21 septembre 2011, dernière cotation avant la suspension du titre.

Période précédant le début de l'augmentation de capital (16 juin 2011)*				
	1 an	6 mois	3 mois	1 mois
Variation du cours	-52,4%	-23,9%	-25,5%	-4,1%
Cours minimum	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,11 €
Cours maximum	0,30 €	0,19 €	0,15 €	0,13 €
Volume cumulé	714 109	260 949	121 102	25 419
<b>Cours moyen pondéré</b>	<b>0,18 €</b>	<b>0,13 €</b>	<b>0,12 €</b>	<b>0,11 €</b>

\*Les cours de bourse historiques, précédant le début de l'augmentation de capital (16 juin 2011) ont été ajustés de la valeur du droit préférentiel de souscription (0,59€) détaché à l'occasion de cette opération.

Période du 16 juin 2011 au 21 septembre 2011	
Variation du cours	0,0%
Cours minimum	0,09 €
Cours maximum	0,41 €
Volume cumulé	417 393
<b>Cours moyen pondéré</b>	<b>0,15 €</b>

Source : Factset au 21 septembre 2011

On constate que sur la période précédant l'augmentation de capital, le cours du titre de la société n'a cessé de chuter tandis que l'amplitude entre le cours minimum et maximum n'a cessé de se réduire pour tendre vers le cours de l'augmentation de capital.

Suite à cette dernière, le titre a à nouveau connu une forte volatilité du fait de la spéculation sur un possible retour à une meilleure santé financière du groupe. Néanmoins rapidement le cours est revenu à un niveau proche de celui de l'augmentation de capital, car les incertitudes n'ont pas été levées.

Pour calculer le taux de rotation du capital, il faut tenir compte de l'augmentation de capital qui a conduit à une très forte dilution du capital. Le taux a donc été calculé par rapport à chaque période et au capital total existant qui y correspond.

Ainsi, depuis le début de l'augmentation de capital, le 16 juin dernier, 417 393 titres se sont échangés, ce qui représente un taux de rotation du capital de 0,23%, soit 8,50% du flottant. Par comparaison, sur les 6 mois précédant l'opération, 260 949 titres se sont échangés, ce qui représente un taux de rotation du capital de 10,02%, soit 49,42% du flottant.

Nous prenons comme référence le taux de rotation du capital depuis le 16 juin, puisqu'il est calculé à partir du capital existant à l'heure actuelle. Ainsi, avec ce taux, il faudrait plus de 432 années pour que 100% du capital soit échangé.

Il apparaît ainsi que le faible flottant (97,3% des titres sont détenus par le concert d'actionnaire, ce qui implique un flottant maximal de 2,7%) et la faible liquidité du titre (cf. le faible taux de rotation du capital depuis le 16 juin) rendent cette méthode peu pertinente pour l'évaluation de la valeur du groupe.

Elle est néanmoins présentée comme référence incontournable pour les actionnaires minoritaires, dans le contexte d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

### 2.5.2.2 Opération réalisée sur le capital de la société : augmentation de capital

La société a initié une augmentation de capital le 16 juin 2011. L'opération s'est achevée le 30 juin 2011 et s'est conclue par l'émission de 178 089 255 actions nouvelles, au prix de 0,10€ par action, pour un montant brut total de 17 808 925,50€. Les actions ont été admises à la cotation le 13 juillet 2011. On notera que :

- les actionnaires historiques D&P PME IV et EFFI INVEST I ont souscrit à hauteur de 174 283 620 actions. Cela correspond à l'extinction totale d'une créance d'avance en compte courant d'un montant total de 17 428 362€.
- le public a souscrit à l'augmentation de capital à hauteur de 3 805 635 actions nouvelles. Cela correspond à une levée de 380 563,50€ en numéraire.

Nous retenons ce cours de 0,10€ comme étant une référence pertinente de la valeur de la société.

### 2.5.2.3 *L'actif net comptable*

En se basant sur les derniers comptes annuels (clos au 30 septembre 2010 et certifiés par les commissaires aux comptes), la valeur de l'actif net consolidé ressort à -20,2m€.

En se basant sur les derniers comptes semestriels (clos le 31 mars 2011, non-audités mais ayant fait l'objet d'une revue limitée), la valeur de l'actif net consolidé ressort à -20,9m€.

En tenant compte de l'augmentation de capital, nous pouvons estimer cet actif net comptable à -3,1m€.

Cependant, comme nous ne disposons pas de comptes consolidés post-augmentation de capital et comme dans tous les cas la société ne procède pas à une réévaluation comptable régulière de ses actifs, cette méthode nous apparaît peu pertinente.

## 2.5.3 Annexes

### 2.5.3.1 *Constitution de l'échantillon des sociétés comparables*

Pour notre échantillon, nous avons cherché à identifier des sociétés qui par rapport à OLIN : (i) possèdent des produits comparables et/ou (ii) ont un positionnement identique sur la chaîne de distribution. Les sociétés retenues dans notre échantillon sont les suivantes :

	Cours (€)	Capi. (m€)	Chiffre d'affaires (m€)		Bpa	
			2010	2011	2010	2011
SAMSE S.A.	64,6	223,4	976,5	1130,0	7,3	8,5
VM Matériaux S.A.	32,8	98,0	630,6	707,6	3,3	4,1
Thermador Groupe S.A.	122,7	224,3	177,3	188,2	9,3	10,2
Jarden Corp.	20,2	1845,3	4183,0	4630,3	2,0	2,3
Johnson Outdoors Inc. (CI A)	11,0	107,5	265,6	279,8	0,5	1,0
Lafuma S.A.	18,3	63,7	245,5	252,9	-0,6	1,2
Cybergun	10,0	46,7	73,7	99,6	1,2	1,6
Escalade Inc.	3,5	44,8	83,8	n.c.	0,3	n.c.
Central Garden & Pet Co.	5,4	297,4	1058,2	1118,8	0,5	0,5
William Sinclair Holdings PLC	1,8	30,8	54,8	65,2	0,1	0,2
Piscines Desjoyaux S.A.	5,7	51,4	74,8	78,6	n.c.	0,5
Piscines Groupe GA S.A.	7,7	23,9	33,9	35,1	0,4	0,4

Source : Factset au 24 août 2011

- Les trois sociétés suivantes se situent au même niveau dans la chaîne de distribution qu'OLIN et proposent des matériaux de construction liés à la maison et au jardin.

**SAMSE S.A.** est le troisième négociant français de matériaux de construction. La société offre une gamme de produits dans la charpente et la couverture, dans l'isolation et l'étanchéité, dans le bois et les panneaux, dans l'aménagement d'extérieur, etc. Ses clients sont principalement des professionnels, même si le groupe possède également 26 magasins de bricolage. La société est cotée à Paris sur l'Eurolist compartiment B, avec une capitalisation de 223,4m€. En 2010, son chiffre d'affaires s'est établi à 976,5m€.

**VM Matériaux S.A.** est un spécialiste français du négoce de matériaux de construction et de produits d'aménagement de la maison avec 116 agences de négoce. La société opère par ailleurs 25 centrales de béton prêt à l'emploi, ainsi que 11 usines de fabrication de menuiseries extérieures et 4 usines de fabrication de

structures en bois. Présente sur l'Eurolist compartiment C à Paris, la société capitalise 102,8m€ pour un chiffre d'affaires 2010 de 630,6m€.

**Thermador Groupe S.A.** est un distributeur français de matériels de plomberie. La société se fournit chez des fabricants étrangers pour ensuite revendre en France ces produits (pompes, produits de robinetterie, accessoires de chauffage, etc.) à des grossistes mais aussi aux grandes surfaces de bricolage. La société a réalisé un chiffre d'affaire de 177,3m€ en 2010. Elle est cotée à Paris sur l'Eurolist compartiment B et sa capitalisation s'établit à 227,1m€.

- Les deux sociétés suivantes se situent au même niveau dans la chaîne de distribution qu'OLIN et proposent des produits de consommation liés à l'« Outdoor ».

**Jarden Corp.** est une entreprise américaine qui fabrique, source et distribue des produits de grande consommation. La société a recours à de multiples canaux de distribution et vend entre autres à des magasins spécialisés et des grandes surfaces. En 2010, son chiffre d'affaires atteignait 6,0Mds\$, soit 4,1Mds€, dont plus de 40% dans l'« Outdoor Solutions », segment qui comprend barbecues, tentes, sacs de couchages, produits aquatiques, jeux d'extérieur, etc. La société est cotée sur le NYSE et capitalise 1,8Mds€.

**Johnson Outdoors Inc.** est une entreprise américaine qui fabrique des produits « Outdoor ». La société fabrique et commercialise des produits pour le camping (tentes, sacs de couchage, etc.), pour la plongée (détendeurs, combinaisons, etc.), pour la pêche (cannes, moulinets, etc.) et pour la navigation (GPS, kayaks, etc.). Ses produits sont distribués par différentes chaînes de grands magasins et de distribution spécialisée. L'entreprise est cotée sur le NYSE. Sa capitalisation atteint 106,2m€, pour un chiffre d'affaires 2010 de 263,1m€.

- Les trois entreprises suivantes se situent au même niveau dans la chaîne de distribution qu'OLIN et proposent des produits à usage sportif, des jeux et autres accessoires destinés à être utilisés en extérieur.

**Lafuma** est une société française qui conçoit, fabrique et commercialise des produits de sport et de loisir d'extérieur. Parmi ceux-ci se trouvent des vêtements, des chaussures, du mobilier de camping, des sacs à dos et de couchage, des accessoires etc. L'entreprise est cotée à Paris sur l'Eurolist compartiment C. Son chiffre d'affaires 2010 est de 245,5m€ et sa capitalisation de 63,8m€.

**Cybergun** est une entreprise française qui conçoit et distribue des répliques d'armes factices (principalement des armes à billes). Ses produits sont commercialisés au travers de grossistes, de magasins spécialisés et de grandes chaînes de distribution. Avec une capitalisation de 46,7m€, la société est cotée à Paris sur l'Eurolist compartiment C. Son chiffre d'affaires 2010 est de 73,7m€.

**Escalade Inc.** est une entreprise basée aux Etats-Unis qui fabrique et commercialise des imprimantes, mais surtout des produits dans le domaine du sport : balançoires, matériel de tennis de table et de tir à l'arc, panneaux de basketball, cages de football, etc. Ses produits sont distribués par des magasins spécialisés ainsi que par la grande distribution. En 2010, son chiffre d'affaires avait atteint 83,6m€. L'entreprise est cotée sur le NASDAQ à New York, et sa capitalisation est de 47,2m€.

- Les deux sociétés suivantes se situent au même niveau dans la chaîne de distribution qu'OLIN et offrent des produits destinés à l'entretien et la décoration des jardins.

**Central Garden & Pet Co.** est un distributeur américain spécialisé dans les produits pour jardins (lampes, pots, treillis, engrais, pesticides, etc.) et les produits pour animaux (laissez, colliers, nourriture). Ses produits sont commercialisés aussi bien en grandes surfaces qu'en magasins spécialisés. Le chiffre d'affaires de la société a atteint 1,0Mds€ en 2010. Elle est cotée à New York sur le NASDAQ et sa capitalisation atteint 305,6m€.

**William Sinclair Holding PLC** est une société anglaise qui vend différents produits horticoles (graines, tourbe, engrais, etc.) à la fois à la grande distribution et aux magasins spécialisés dans tout le Royaume-Uni. Parmi ces produits se trouvent aussi des graviers colorés, des pots et des paniers pour la décoration du jardin. Le chiffre d'affaires de la société s'est élevé à 54,7m€ en 2010. Cotée sur le LSE, sa capitalisation boursière est de 30,6m€.

- Les deux entreprises suivantes proposent des piscines qui se comparent directement à une partie des produits fabriqués à OLIN (piscines hors-sol).

**Piscines Desjoyaux S.A.** est un constructeur français de piscines privées. L'entreprise distribue ses piscines à travers des magasins en propre et son réseau de concessionnaires exclusifs. Son chiffre d'affaires pour 2010 atteint 74,8m€. La société est cotée sur Alternext à Paris et capitalise 50,9m€.

**Piscines Groupe GA S.A.** est une entreprise française spécialisée dans la fabrication et la commercialisation de coques de piscines en matériaux composites, de dalles et de margelles en béton à destination de professionnels. Le groupe est coté sur Alternext à Paris. Sa capitalisation est de 23,9m€ pour un chiffre d'affaires 2010 de 33,9m€.

### 2.5.3.2 Calcul du Bêta

Nous avons pris la moyenne des médianes des bêtas 1 an par rapport au CAC all shares, au CAC consumer goods et au CAC Mid& Small.

Bêta 1 an	CAC all shares	CAC consumer goods	CAC Mid&Small
SAMSE S.A.	58,8%	56,2%	67,5%
VM Matériaux S.A.	38,0%	29,4%	31,4%
Thermador Groupe S.A.	67,6%	69,7%	78,2%
Jarden Corp.	85,2%	84,2%	86,5%
Johnson Outdoors Inc. (CI A)	85,1%	96,8%	90,6%
Lafuma S.A.	45,4%	42,2%	47,6%
Cybergun	53,9%	55,3%	63,4%
Escalade Inc.	-8,6%	-23,7%	-2,6%
Central Garden & Pet Co.	106,1%	117,1%	119,8%
William Sinclair Holdings PLC	62,0%	59,4%	79,1%
Piscines Desjoyaux S.A.	61,0%	57,3%	65,3%
Piscines Groupe GA S.A.	6,3%	16,4%	-4,3%
<b>Médiane</b>	<b>59,9%</b>	<b>56,7%</b>	<b>66,4%</b>
<b>Moyenne des bêtas</b>			<b>61,0%</b>

Source : Factset au 24 août 2011

Nous avons retenu un bêta endetté. Les sociétés de notre échantillon ont des endettements nets comparables à KARIBU et UBBINK, raison pour laquelle nous n'avons pas procédé à des retraitements pour désendetter puis ré-endetter.

### **3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

Le Directoire de OLIN, dans sa séance du 31 aout 2011, a décidé, conformément aux dispositions de l'article 261-1 II du Règlement général de l'AMF, de désigner la société SORGEM EVALUATION, dont le siège est situé 11 rue Leroux à PARIS (75116), représentée par Monsieur Maurice NUSSENBAUM, en qualité d'expert indépendant chargé de se prononcer sur le caractère équitable du prix de l'Offre.

Aux termes de son attestation d'équité en date du 3 octobre 2011, l'expert indépendant a conclu que le Prix de l'Offre, d'un montant de 0,10 euro par action de la Société, offert par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires, cette conclusion étant également applicable dans le cadre de retrait obligatoire.

L'intégralité de son attestation est reproduite ci-après.



● **PROJET DE RAPPORT - OLIN**

Paris, le 3 octobre 2011  
N/Réf. : 11/120/N/TH/CK/MN

## SOMMAIRE

I.	PRESENTATION DE L'OFFRE-----	
1.	Présentation des modalités de l'Offre-----	
2.	Présentation des motifs de l'Offre-----	
II.	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION-----	
1.	Présentation de Sorgem Evaluation-----	
2.	Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission-----	
3.	Déclaration d'indépendance-----	
III.	PRESENTATION D'OLIN SA-----	
1.	Présentation des activités du Groupe-----	
2.	Organisation du Groupe-----	
2.1.	Outside Living Industries SA-----	
2.2.	Karibu-----	
2.3.	Ubbink Garden BV-----	
2.4.	Les autres filiales du groupe-----	
2.5.	Biens immobiliers-----	
3.	Présentation des performances historiques du Groupe-----	
3.1.	Présentation des performances historiques des sociétés opérationnelles-----	
3.2.	Présentation de l'évolution historique bilancielle du groupe et états au 31/07/2011 des comptes sociaux d'Olin SA, de Karibu et d'Ubbink-----	
4.	Synthèse-----	
IV.	EVALUATION DES ACTIONS OLIN-----	
1.	Références de valorisation et méthodes d'évaluation retenues et écartées pour Olin SA-----	
1.1.	-----	Méth
	ode retenue à titre principal : l'actif net réévalué-----	
1.2.	-----	Réfé
	rence de valorisation retenue à titre principal : la référence aux opérations réalisées sur le capital de la Société-----	
1.3.	-----	Réfé
	rence de valorisation retenue à titre secondaire : la référence au cours de bourse-----	
1.4.	-----	Réfé
	rences de valorisation et méthodes d'évaluation écartées pour Olin SA-----	
2.	Références de valorisation et méthodes d'évaluation retenues et écartées pour Ubbink et Karibu-----	
2.1.	-----	Méth
	ode retenue à titre principal : l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)-----	
2.2.	Méthode retenue à titre indicatif : les multiples de sociétés comparables cotées-----	
2.3.	Méthode retenue à titre indicatif : les multiples observés sur des transactions comparables-----	
2.4.	Méthodes écartées pour l'analyse de valeur d'Ubbink et de Karibu-----	

2.5.	Analyse de valeur des fonds propres d'Ubbink et de Karibu – synthèse-----	
3.	Références de valorisation et méthodes d'évaluation retenues et écartées pour les autres filiales d'Olin SA -----	Méthodes d'évaluation é
3.2.	Méthode d'évaluation retenue : référence de valorisation à l'actif net comptable-----	
4.	Synthèse – valeur estimée du titre Olin SA par la méthode de l'actif net réévalué-----	
5.	Synthèse des travaux d'évaluation d'Olin SA -----	
V.	ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX REALISES PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR -----	
1.	Méthode DCF -----	
2.	Valorisation par les multiples de comparables boursiers -----	
VI.	CONCLUSION -----	

## Annexes

- Annexe 1 : Diligences effectuées par l'Expert
- Annexe 2 : Rémunération
- Annexe 3 : Analyse des sociétés concurrentes
- Annexe 4 : Plan d'affaires d'Ubbink
- Annexe 5 : Plan d'affaires de Karibu
- Annexe 6 : DCF d'Ubbink
- Annexe 7 : DCF de Karibu

Sorgem Evaluation a été nommé le 31 août 2011 en qualité d'Expert indépendant par le Directoire d'Outside Living Industries SA (ci-après « Olin SA » ou « la Société »), dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après « l'Offre ») que D&P PME IV et EFFI INVEST I (ci-après « les Concertistes ») envisagent de lancer sur les actions d'Olin SA.

Cette nomination et le présent rapport s'inscrivent dans le cadre de l'article 261-1 II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »), qui stipule que « *la société visée désigne (également) un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16* ».

Nous avons effectué nos diligences dans le respect des dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006, complétée des recommandations de l'AMF en date des 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Nos diligences sont détaillées en annexe 1. La rémunération de Sorgem Evaluation au titre de la présente mission est indiquée en annexe 2.

Les dénominations suivantes sont utilisées dans le présent rapport :

- « BFR » pour besoin en fonds de roulement ;
- « COGS » pour cost of goods sold (coût d'achat des matières premières ou marchandises) ;
- « CMPC » pour coût moyen pondéré du capital ;
- « les Concertistes » pour D&P PME IV et EFFI INVEST I ;
- « DCF » pour Discounted Cash Flows (actualisation des flux de trésorerie futurs) ;
- « EBIT » pour Earnings Before Interests and Taxes (résultat opérationnel) ;
- « EBITDA » pour Earnings Before Interests and Taxes, Depreciation & Amortization ;
- « l'Etablissement Présentateur » pour Invest Securities ;
- « l'Expert Immobilier » pour l'expert indépendant Scopas Taxatie & Expertise ;
- « le Groupe » pour Outside Living Industries SA et ses filiales ;
- K€ pour milliers d'euros ;
- M€ pour millions d'euros ;
- « le Management » pour la direction d'Olin SA ;
- « la Mission » pour la mission d'expertise indépendante ;
- « l'Offre » pour l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire envisagé ;
- « Olin SA » pour Outside Living Industries SA ;
- « la Société » pour Outside Living Industries SA ;
- « Ubbink » pour Ubbink Garden BV.

Notre rapport est organisé comme suit :

- 1- Présentation de l'Offre
- 2- Présentation de l'expert indépendant et des personnes associées à la réalisation de la Mission
- 3- Présentation d'Olin
- 4- Evaluation des actions d'Olin
- 5- Analyse des travaux d'évaluation de l'Etablissement Présentateur
- 6- Attestation d'équité

## **I. PRESENTATION DE L'OFFRE**

### **1. Présentation des modalités de l'Offre**

Olin SA est une société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 18 069 390 euros dont le siège social est situé au 75 avenue Parmentier, 75011 Paris et dont le numéro d'identification est le 461 500 233 RCS Paris.

Les actions composant le capital social d'Olin SA sont admises aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext Paris (compartiment C) sous le code ISIN FR0006626032.

En application de l'article 236-3 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les sociétés (i) D&P PME IV , société par actions simplifiée de droit français au capital de 94 044 730 euros, dont le siège social est situé 152 Avenue de Malakoff 75116 PARIS, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 483 183 844, et (ii) EFFI INVEST I, Société en commandite par actions de droit français au capital de 186 157 800 euros, dont le siège social est situé 6 Rue de Téhéran 75008 PARIS, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 478 783 707, agissant de concert, projettent de réaliser une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire en proposant de manière irrévocable aux actionnaires de la Société d'acquiescer la totalité de leurs actions Olin SA au prix unitaire de 0,10 euro.

### **2. Présentation des motifs de l'Offre**

Olin SA (ex Nortène) est une Holding financière, société de tête du Groupe, qui est cotée sur le marché Euronext Paris Compartiment C et dont le capital est composé de 180 693900 actions.

Le Groupe (dont l'organigramme est présenté au paragraphe III.2.) a longtemps été un acteur de référence du marché du jardinage spécialisé dans la fabrication et la commercialisation d'articles d'équipement de jardins, le négoce de fleurs (naturelles et artificielles), la commercialisation de piscines hors sol en bois, le mobilier de jardin et les barbecues.

Le Groupe est actuellement présent dans une quarantaine de pays à travers des filiales commerciales, des agents ou des bureaux de représentation.

Confronté à d'importantes difficultés financières depuis fin 2006, le Groupe a entamé une restructuration majeure de son organigramme opérationnel et de sa structure financière.

A ce jour, le Groupe reste spécialisé, en Europe, sur les marchés du « Jardin Loisir » et du « Bien-être » et les produits qui y sont associés : saunas, abris de jardin en bois, piscines hors sols, bassins et fontaines décoratives ainsi que leurs accessoires, etc.

Les différentes sociétés du Groupe interviennent principalement sur les trois territoires suivants : France, Allemagne, Benelux (Belgique et Hollande).

Au 30 septembre 2010, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 65,4 M€ pour un résultat opérationnel de 479 K€ et un résultat net (part du groupe) de -1,5 M€.

Les capitaux propres d'OlinSA étaient négatifs et ressortaient à un montant d'environ -23,7 M€ pour un capital social de 260 464,50 €.

Il a été décidé de soumettre aux actionnaires de la Société, lors de l'assemblée générale mixte du 31 mars 2011, un projet d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires d'un montant nominal de 22,5 M€ destinée à apurer une partie des pertes du Groupe et reconstituer partiellement les capitaux propres, conformément aux dispositions de l'article L.225-248 du Code de commerce.

Le montant de l'augmentation de capital proposée, soit 22,5 M€, a été fixé par Olin SA en fonction du montant des créances d'avances en compte courant (soit 17,1 M€ correspondant, à hauteur de 14,4 M€, au montant nominal des créances et, à hauteur de 2,7 M€, aux intérêts courus jusqu'au 31 mars 2011) détenues sur le Groupe par D&P PME IV et EFFI INVEST I, principaux actionnaires agissant de concert et pouvant faire l'objet d'une incorporation au capital d'Olin SA.

Le montant du prix de souscription proposé (0,10 €) peut être analysé au regard des conclusions du rapport d'évaluation de l'expert indépendant<sup>2</sup> portant sur la valeur des actions d'Olin SA à l'occasion de l'augmentation de capital, qui figure au chapitre 23 du Document de Référence de 2010.

Suite à cette augmentation de capital, les Concertistes se sont retrouvés détenir plus de 95% du capital d'Olin SA, ce qui permet le dépôt d'une offre publique de retrait et, le cas échéant, d'imposer un retrait obligatoire aux actionnaires minoritaires qui n'auraient pas répondu à l'offre de retrait.

---

<sup>2</sup> Rapport d'évaluation de Mazars (signataire : M. Pierre Sardet)

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

### 1. Présentation de Sorgem Evaluation

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

Sorgem Evaluation dispose d'une équipe d'une quinzaine de consultants et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (fiscal, comptable, boursier, contentieux).

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

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
avr.-10	Emission de BSAR	Cast	Cast Hobbit	Arkeon Finance
nov.-10	Acquisition par Gemini	Financière SPEL	Investment	Invest Securities / Rothschild
avr.-11	OPRA et OPAS sur BSAAR	LVL Medical	LVL Médical	Oddo

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

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice NUSSENBAUM, Associé fondateur et président de Sorgem Evaluation. Ce dernier est diplômé de HEC, Agrégé des Facultés de droit et de sciences économiques, professeur à l'Université Paris Dauphine et directeur du Master 225 de Finance d'Entreprise et d'Ingénierie Financière, expert financier agréé par la Cour de Cassation.
- Thomas HACHETTE, Manager, diplômé de l'EDHEC, chargé de cours de Finance au sein du MSc Financial Management de l'EDHEC, disposant d'une expérience professionnelle de plus de six ans dans le domaine de l'évaluation financière.
- un consultant disposant d'une expérience de deux ans dans le domaine de l'évaluation financière.

Ce rapport a été revu par Claire KARSENTI, Associée de Sorgem Evaluation. Cette dernière est diplômée de l'EM Lyon et du Master 104 de Finance de l'Université de Paris Dauphine, et intervient en tant qu'expert financier près la Cour d'Appel de PARIS.

### 3. Déclaration d'indépendance

Le cabinet Sorgem Evaluation n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toutes personnes contrôlées par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.



### III. PRESENTATION D'OLIN SA

#### 1. Présentation des activités du Groupe

Le Groupe, connu historiquement sous le nom de Nortène, a été créé en 1956.

Le Groupe est spécialisé dans la conception, la fabrication et la distribution de produits d'équipement et de décoration de jardin. Aujourd'hui, ses principaux marchés sont :

- les équipements bois (chalets, piscines hors sol, etc.) ;
- les équipements d'eau (bassins, fontaines décoratives, etc.) ;
- la protection et la décoration de jardin (principalement les produits d'éclairage).

La clientèle du Groupe est constituée de revendeurs, essentiellement de distributeurs importants de produits de jardin tels que Castorama, Truffaut, Leroy Merlin, Obi, Hagebaumarkt, etc.

Le Groupe est présent en Allemagne, où il a réalisé 57,7% du chiffre d'affaires 2010, au Benelux (24,8% du chiffre d'affaires 2010), en France (17,5% du chiffre d'affaires 2010)<sup>3</sup>, ainsi que dans une quarantaine d'autres pays au travers de filiales commerciales, d'agents et de bureaux de représentation.

Le marché du jardin est un marché qui ne cesse de croître en Europe malgré les difficultés financières de ces dernières années. La croissance de ce marché résulte principalement<sup>4</sup> :

- de l'augmentation du nombre de ménages possédant un jardin (entre 60% et 70% en France) ;
- d'un facteur sociologique : un engouement croissant pour le bricolage et le jardinage pour leurs fonctions récréatives et apaisantes amplifié par la tendance pour le *cocooning* qui pousse les ménages à rendre leurs jardins plus accueillants.

Ainsi, malgré de fortes tensions sur le pouvoir d'achat des Français, les petits articles de jardin demeurent globalement épargnés par les arbitrages de consommation des ménages.

Toutefois les budgets des ménages pour agrémenter leurs jardins restent limités dans la mesure où seulement 5% des français possédant un jardin dépensent plus de 1 000 euros par an et 12% dépensent entre 500 et 900 euros<sup>5</sup>.

Or, depuis la vente de Nortène, le Groupe est présent sur des marchés de niche (les bassins et les piscines hors sol), sur lesquels il a un positionnement milieu / haut-de-gamme. Ces produits profitent dans une moindre mesure du développement du marché des articles de jardin à cause de leur prix élevé et parce qu'ils sont considérés comme étant des produits dits « de confort ». La crise actuelle et la diminution du pouvoir d'achat des consommateurs européens ont donc eu un impact très important sur les marchés du Groupe.

D'autre part, les marchés géographiques sur lesquels opère le Groupe n'ont pas atteint des stades homogènes de développement. Le marché allemand et le marché du Benelux sont généralement considérés comme matures. Les produits d'exploitation ont régressé sur ses marchés entre 2009 et 2010 (-5,43% en Allemagne et -3,76% au Benelux). Le marché français est le seul à posséder une croissance positive (+4.3%)<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Source : Rapport financier Olin 2010

<sup>4</sup> Source : Etude Xerfi, « Jardineries et LISA », novembre 2010

<sup>5</sup> Source : Etude BVA/Fiskars, février 2009 pour LSA

<sup>6</sup> Source : Rapport annuel 2010

En outre, les performances économiques des acteurs du marché ont été très volatiles ces dernières années et sont soumises à plusieurs types de risque :

- un risque climatique : le marché étant saisonnier, un été froid peut faire chuter les ventes de l'année ;
- un risque lié aux mouvements sur les prix des matières premières : les marchés des équipements bois et eaux sont des marchés dont les performances économiques sont fortement corrélées aux prix du bois et du polyéthylène. Or, les prix aux revendeurs sont négociés annuellement alors que les hausses des prix des matières premières impactent directement les fabricants, entraînant une réduction des marges.

Le Groupe a identifié, pour chaque gamme de produit, les principaux concurrents suivants :

- Intermas (Espagne) : sur le secteur du jardin et du bassin ;
- Cerland (France) : sur le secteur piscine hors sol ; terrasse, etc. ;
- Oase (Allemagne) : sur le secteur du bassin ;
- Heissner (Allemagne) : sur le secteur du bassin ;
- Weka (Allemagne) : sur le secteur du chalet et du Sauna.

Si la concurrence existe sur les différents marchés, le Groupe possède un très bon positionnement notamment sur le marché du chalet en bois où il est leader en Allemagne. A noter toutefois que dans un contexte de crise économique, les marques de distributeurs sont très demandées par les consommateurs et le facteur prix peut devenir prioritaire sur le facteur qualité.

La part de marché moyenne du Groupe sur les secteurs décrits ci-dessus est estimée à 8,16%<sup>7</sup>.

## **2. Organisation du Groupe**

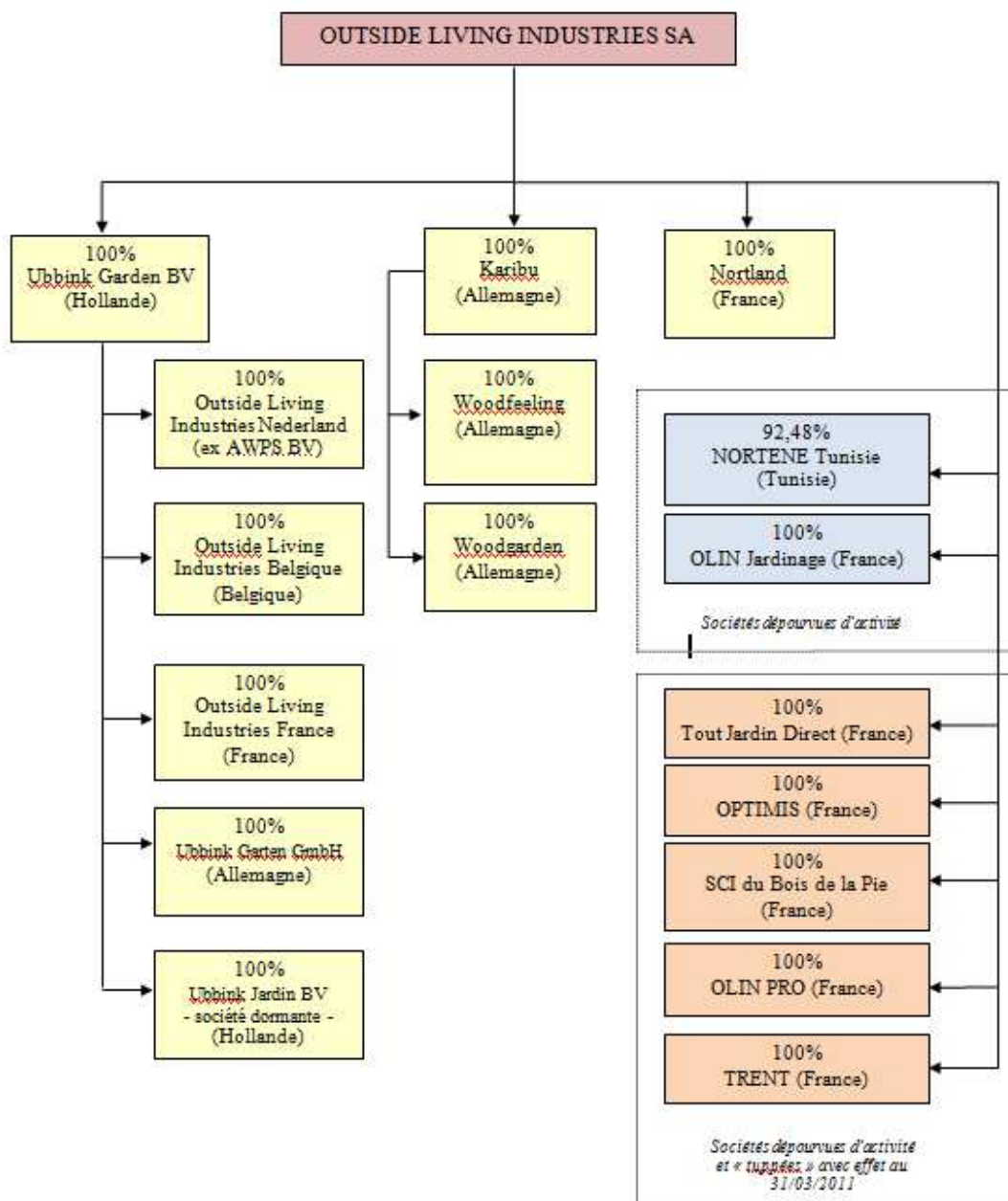
Actuellement (septembre 2011), le Groupe est composé d'une société Holding et de trois filiales opérationnelles qu'elle détient à 100% (Ubbink Garden BV, Karibu et Nortland).

La Holding est également à la tête de deux filiales ne possédant aucune activité opérationnelle.

---

<sup>7</sup> Source : Equipe marketing du Groupe, Document de référence 2010

## Organigramme du Groupe Olin



Olin SA, septembre 2011

Source :

### 2.1. Outside Living Industries SA

Outside Living Industries SA est la société Holding à la tête du Groupe.

Olin SA est cotée sur le marché Euronext Paris compartiment C et possède un capital de 180 693 900 actions.

Les principaux actionnaires du groupe sont le fonds Effi Invest I et le fonds d'investissement Développement et Partenariat PME IV (« D&P PME IV ») qui agissent de concert.

Suite à l'augmentation de capital de mars 2011 visant à apurer une partie des pertes de la Société et à reconstituer les fonds propres, le capital d'Olin SA se répartit de la sorte :

Nom actionnaire	Part %	Droit de vote %
D&P PME IV	60,25%	60,10%
Effi Invest I	37,03%	36,90%
<b>Total Concert</b>	<b>97,28%</b>	<b>97,00%</b>
Divers et Public	2,72%	3%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Source : Olin SA, « Résultat de l'augmentation de capital avec maintien du droit de vote à l'issue de cette opération ».

La Holding a pour rôle l'animation du Groupe au travers plusieurs prestations pour lesquelles elle est rémunérée par le biais de *management fees*. Elle centralise également les dettes à moyen et long terme du Groupe.

## 2.2. Karibu

Karibu est une société de droit allemand détenue en totalité par Olin SA.

Karibu est spécialisée dans la commercialisation d'abris de jardin, de saunas et de piscines hors sol. Elle détient à 100% deux filiales : Woodgarden et Woodfeeling.

Elle est la seule société du Groupe à produire en interne au travers de deux sites de production.

Au 30 septembre 2010, les effectifs salariés de Karibu s'élevaient à 152 personnes pour un chiffre d'affaires de 33,2 millions d'euros<sup>8</sup>.

## 2.3. Ubbink Garden BV

Ubbink Garden BV (« Ubbink ») est une société de droit néerlandais.

Ubbink est présente sur les marchés de l'eau (bassins, étangs et piscines) et du luminaire d'extérieur, respectivement sous les marques Ubbink et Akanua.

Les produits de la marque Ubbink sont commercialisés en France, en Allemagne, en Autriche et au Benelux par les différentes filiales du Groupe. Les autres pays européens sont couverts par des agents-distributeurs.

Ubbink conçoit ses produits mais en sous-traite la production auprès de divers prestataires.

Ubbink détient plusieurs filiales à 100% :

- Outside Living Industries Nederland : société qui commercialise des bassins, des kits jet d'eau, des articles de jardin, etc. Elle n'intervient pas en France ;
- Outside Living Industries Belgique ;
- Outside Living Industries France : société qui exploite depuis le 1er janvier 2008, via un contrat de location gérance, l'activité qui était jusqu'à présent exploitée par la société Nortland (commercialisation de piscines hors-sol et des équipements de la piscine) ;
- Ubbink Garten GmbH ;
- Ubbink Jardin BV : société dormante située en Hollande.

Au 30 septembre 2010, Ubbink employait 75 personnes pour un chiffre d'affaires de 33,3 millions d'euros.

A noter qu'Ubbink et Karibu possèdent des activités et des structures indépendantes l'une de l'autre, bien que depuis 2010, chaque filiale commercialise les produits d'une ou plusieurs marques du Groupe.

<sup>8</sup> Source : Rapport Financier d'Olin 2010

## 2.4. Les autres filiales du groupe

En plus de ces deux filiales opérationnelles, Olin SA possède plusieurs filiales inactives (activités cédées ou arrêtées courant de l'exercice 2008), notamment Olin Jardinage dont les activités opérationnelles ont été cédées à Intermas en 2008.

Aujourd'hui, la société Nortland ne possède qu'une activité de loueur de fonds dont les résultats historiques et prévisionnels sont peu significatifs.

## 2.5. Biens immobiliers

Si le Groupe ne détient plus d'actif immobilier depuis 2008, Ubbink possède un contrat de location des bureaux qui comporte une option d'achat (cette option a été récemment levée, détail en page 30).

## 3. Présentation des performances historiques du Groupe

Nous avons concentré l'étude des performances historiques du Groupe aux deux seules sociétés ayant une activité opérationnelle, Ubbink et Karibu.

Nous présentons également les états bilanciers d'Olin SA et des principales filiales du Groupe au 31 juillet 2011 : le Management nous a en effet communiqué les comptes sociaux des entités du Groupe au 31 juillet 2011. A noter que les filiales du Groupe clôturent leurs comptes au 30 septembre.

### 3.1. Présentation des performances historiques des sociétés opérationnelles

#### 3.1.1. Performances historiques de Karibu

K€	2009	2010
Chiffre d'affaires avec tiers parties	33 486	32 617
<i>Croissance</i>		-2,6%
Chiffre d'affaires intragroupe	576	542
<i>Croissance</i>		-5,9%
<b>Chiffres d'affaires ("CA")</b>	<b>34 062</b>	<b>33 159</b>
<i>Evolution CA</i>		-2,7%
<b>COGS</b>	<b>17 395</b>	<b>17 720</b>
<i>COGS / CA</i>	<i>51,1%</i>	<i>53,4%</i>
<b>EBITDA</b>	<b>2 958</b>	<b>1 567</b>
<i>EBITDA / CA</i>	<i>8,7%</i>	<i>4,7%</i>
<b>Dotations aux amortissements</b>	<b>546</b>	<b>549</b>
<i>DA/CA</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,7%</i>
<b>EBIT</b>	<b>2 412</b>	<b>1 018</b>
<i>EBIT/CA</i>	<i>7,1%</i>	<i>3,1%</i>

Source : Olin SA, exercices clos à fin septembre

Le chiffre d'affaires de Karibu a diminué de 2,7% entre 2009 et 2010, principalement du fait d'un contexte économique difficile.

Cette baisse des ventes a été combinée à une baisse de la marge d'EBIT (en pourcentage du CA). La dégradation de la marge d'EBIT résulte principalement de la hausse du prix des matières premières entre 2009 et 2010 (le ratio COGS/CA avait augmenté de 2 points de base), le total des autres charges d'exploitation restant stable (environ 40% du CA).

Nous notons toutefois que si le niveau des charges d'exploitation reste globalement stable, les frais de personnel ont augmenté de près de 7% (du fait de la croissance des effectifs), mais cette hausse est compensée par une diminution du poste « autres charges d'exploitation » de près de 10%.

Le Management n'envisage pas de restructurations majeures : la structure de coût (hors incertitude sur le coût d'achat des matières premières / marchandises) ne devrait donc plus évoluer de manière significative dans les années à venir.

### 3.1.2. Performances historiques d'Ubbink

K€	2009	2010
Chiffre d'affaires avec tierses parties <i>Croissance</i>	34 718	33 276 -4,2%
Chiffre d'affaires intragroupe <i>Croissance</i>	59	32 -45,8%
<b>Chiffres d'affaires ("CA")</b> <i>Evolution CA</i>	<b>34 777</b>	<b>33 308</b> -4,2%
<b>COGS</b> <i>COGS / CA</i>	<b>20 322</b> 58,4%	<b>19 300</b> 57,9%
<b>EBITDA</b> <i>EBITDA / CA</i>	<b>-318</b> -0,9%	<b>1 090</b> 3,3%
<b>Dotations aux amortissements</b> <i>DA/CA</i>	<b>424</b> 1,2%	<b>377</b> 1,1%
<b>EBIT</b> <i>EBIT/CA</i>	<b>-742</b> -2,1%	<b>713</b> 2,1%

Source :

Rapport annuel 2010 Olin SA

Le chiffre d'affaires 2009 d'Ubbink a été corrigé afin de refléter le périmètre opérationnel actuel de la société. Ne sont donc pas pris en compte les résultats réalisés au premier semestre par les filiales anglaises qui ont été cédées.

Le chiffre d'affaires d'Ubbink à périmètre constant est en baisse de 4,2% en 2010. Cette baisse des ventes est le résultat :

- des effets de la crise économique ;
- de la maturité du marché du Benelux, premier marché d'Ubbink.

Nous notons qu'Ubbink n'est pas impactée par la hausse des prix des matières premières comme l'est Karibu (Ubbink ne fabrique pas, contrairement à Karibu). Elle a conservé un coût des produits vendus par rapport au chiffre d'affaires relativement stable entre 2009 et 2010 (environ 58%).

Le résultat d'exploitation d'Ubbink, négatif en 2009, a été en forte hausse en 2010 et s'est établi à 713K€ (2,1% du chiffre d'affaires).

Cette amélioration de la rentabilité de la société résulte des efforts consentis pour contrôler et diminuer les coûts d'exploitation, avec de manière notable :

- la baisse des coûts d'entrepôt liée à la fermeture du site logistique de Nieppe qui n'impacte plus que six mois du résultat 2010 ;
- la diminution des coûts de personnel de 16,6% (les indemnités de licenciements avaient été majoritairement provisionnées sur l'exercice 2008 / 2009).

Le Management n'envisage plus de restructurations majeures : la structure de coût (hors incertitude sur le coût d'achat des matières premières / marchandises) ne devrait donc plus évoluer de manière significative dans les années à venir.

### 3.2. Présentation de l'évolution historique bilancielle du groupe et états au 31/07/2011 des comptes sociaux d'Olin SA, de Karibu et d'Ubbink

K€	Comptes sociaux au 31/07/2011			Consolidés au 30 septembre	
	OLIN SA	KARIBU	UBBINK	2010	2009
Actifs incorporels	0	133	0	10 619	10 632
Actifs corporels	15	1 508	705	2 126	2 176
Actifs financiers	14 823	50	595	36	19
Actifs d'impôts différés				162	112
<b>Actif non courant</b>	<b>14 838</b>	<b>1 691</b>	<b>1 300</b>	<b>12 943</b>	<b>12 939</b>
Stocks et en-cours		5 517	8 500	9 966	7 980
Clients et comptes rattachés	906	3 332	6 094	7 318 11%	9 413 14%
Actifs d'impôts exigibles					45
Autres actifs courants	57	668	479	1 797	2 991
Trésorerie et équivalents	612	53	185	701	1 600
<b>Actif courant</b>	<b>1 575</b>	<b>9 570</b>	<b>15 258</b>	<b>19 782</b>	<b>22 029</b>
<b>Total de l'actif</b>	<b>16 413</b>	<b>11 261</b>	<b>16 558</b>	<b>32 725</b>	<b>34 968</b>
Capital	18 069	260	3 973	260	260
Primes				10 436	10 436
Réserves	1 265	790		-29 400	-24 473
Résultat et report à nouveau	-24 943	2 706	1 253	-1 528	-4 950
<b>Capitaux propres</b>	<b>-5 609</b>	<b>3 756</b>	<b>5 227</b>	<b>-20 232</b>	<b>-18 727</b>
Provisions	6	330	961	1 154	1 098
Passifs financier	20 281				32
<b>Passif non courant</b>	<b>20 287</b>	<b>330</b>	<b>961</b>	<b>1 154</b>	<b>1 130</b>
Provisions				595	678
Passifs financiers à court terme		3 151	4 932	42 300	41 222
Passif d'exploitation à court terme	1 735	4 024	4 779	8 523	9 812
Passifs d'impôt exigible			659	385	853
<b>Passif courant</b>	<b>1 735</b>	<b>7 175</b>	<b>10 370</b>	<b>51 803</b>	<b>52 565</b>
<b>Total passif et capitaux propres</b>	<b>16 413</b>	<b>11 261</b>	<b>16 558</b>	<b>32 725</b>	<b>34 968</b>

Les fonds propres d'Olin SA sont négatifs depuis 2007.

Le Groupe présente un très fort taux d'endettement lié en partie à sa politique de croissance externe et à la nature de son activité (la saisonnalité de l'activité et les cycles de vente longs nécessitent la mise en place de crédits de campagne pour la constitution des stocks des saisons suivantes).

Courant juin 2011, le Groupe a réalisé une opération d'augmentation de capital qui a permis de réduire l'endettement à moyen terme de 17 428 362€<sup>9</sup> et de reconstituer en partie les fonds propres du groupe.

Les besoins en fonds de roulement (« BFR ») des entités opérationnelles du groupe sont saisonniers. La constitution des stocks s'effectue à partir de novembre et les ventes démarrent progressivement à partir de janvier pour atteindre un pic en avril.

Ainsi, d'importants crédits de campagne sont nécessaires pour faire face à l'accroissement du BFR.

Le besoin en fonds de roulement moyen des filiales s'élève en 2010<sup>10</sup> à :

- 12,4% du chiffre d'affaires pour Karibu ;
- 13,8% du chiffre d'affaires pour Ubbink.

#### 4. Synthèse

Le Groupe est présent sur des secteurs de niche où son positionnement milieu / haut-de-gamme peut être un frein à son développement dans un contexte où le pouvoir d'achat des consommateurs européens est comprimé. Pour les neuf premiers mois de l'exercice 2011, les ventes du Groupe avaient augmenté de 1,0% par rapport à l'exercice 2010<sup>11</sup>.

Les marchés sur lesquels le Groupe évolue sont généralement considérés comme matures (en particulier le marché des bassins et fontaines de jardin au Benelux). Le Groupe cherche des relais de croissance avec le lancement de la marque Akanua (sur l'éclairage de jardin) et l'amplification des synergies entre les différentes filiales du Groupe (Ubbink devrait notamment commercialiser davantage de produits Karibu).

Les marges du Groupe sont soumises aux fluctuations des prix sur les marchés du bois et du polyéthylène. Si Ubbink parvient à obtenir de ses sous-traitants des prix « fermes » dès le début de la saison et pour toute la durée de celle-ci, les achats de bois ne font quant à eux l'objet de prix fermes que sur de courtes périodes (environ quatre mois), rendant le coût d'achat des matières premières de Karibu imprévisibles d'un exercice sur l'autre. L'incertitude au niveau de l'approvisionnement et les retards de livraison demeurent un risque important pour le Groupe.

Concernant les autres postes de coûts, le Groupe a procédé à des restructurations depuis 2008 et il présente désormais une structure relativement stable et optimisée.

---

<sup>9</sup> Source : Information financière semestrielle au 30 juin 2011

<sup>10</sup> Les BFR économiques sont calculés à partir des besoins financiers hebdomadaires moyens rapportés au CA 2010.

<sup>11</sup> Information trimestrielle au 30 juin 2011, Olin SA



## IV. EVALUATION DES ACTIONS OLIN

Afin d'apprécier l'équité du prix offert dans le cadre de l'Offre, nous avons mis en œuvre une approche multicritère qui nous a conduit à retenir des méthodes d'évaluation et des références de valorisation différentes selon les entités du Groupe à valoriser.

La méthode principale d'évaluation retenue pour Olin SA est celle de l'actif net réévalué : cette méthode est présentée au paragraphe 1.1. et détaillée au paragraphe 1.4.

Nous exposons tout d'abord les méthodes retenues et écartées au niveau d'Olin SA (1.), en détaillant les analyses selon les méthodes retenues (sauf pour l'actif net réévalué dont le résultat figure au paragraphe 4.).

Nous exposons ensuite les méthodes retenues et écartées au niveau de chacune des filiales opérationnelles significatives d'Olin SA (2.), puis au niveau des autres filiales (3.).

Nous présentons la synthèse des travaux d'évaluation au paragraphe 5.

### 1. Références de valorisation et méthodes d'évaluation retenues et écartées pour Olin SA

#### *1.1 Méthode retenue à titre principal : l'actif net réévalué*

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan.

Cette méthode se révèle particulièrement appropriée pour estimer la valeur de Holdings sans activité opérationnelle significative, telle qu'Olin SA.

Le Groupe est organisé avec une société Holding mère (Olin SA), qui détient :

- 100% du capital de deux entités opérationnelles (Ubbink Garden BV – ci-après « Ubbink » et Karibu) ;
- 100% du capital de Nortland, qui n'a plus qu'une activité de loueur de fonds avec des résultats historiques et prévisionnels peu significatifs pour le Groupe ;
- 92% du capital de Nortène Tunisie et 100% du capital d'Olin Jardinage, sociétés dépourvues d'activités.

Dans le cas d'espèce, la mise en œuvre de la méthode de l'actif net réévalué pour Olin SA permet de retenir des méthodes d'évaluation différenciées selon les entités du Groupe, qui présentent des caractéristiques différentes (sociétés opérationnelles présentes sur différents marchés et sociétés dépourvues d'activité).

#### *1.2 Référence de valorisation retenue à titre principal : la référence aux opérations réalisées sur le capital de la Société*

Une augmentation de capital a été réalisée récemment : la période de souscription allait du 16 juin 2011 au 30 juin 2011. Elle a été souscrite à 79,27%, avec un prix par action proposé de 0,10€.

Cette opération est une référence clef pour analyser la valeur du titre Olin SA, puisqu'elle a porté sur une partie importante du capital et est récente.

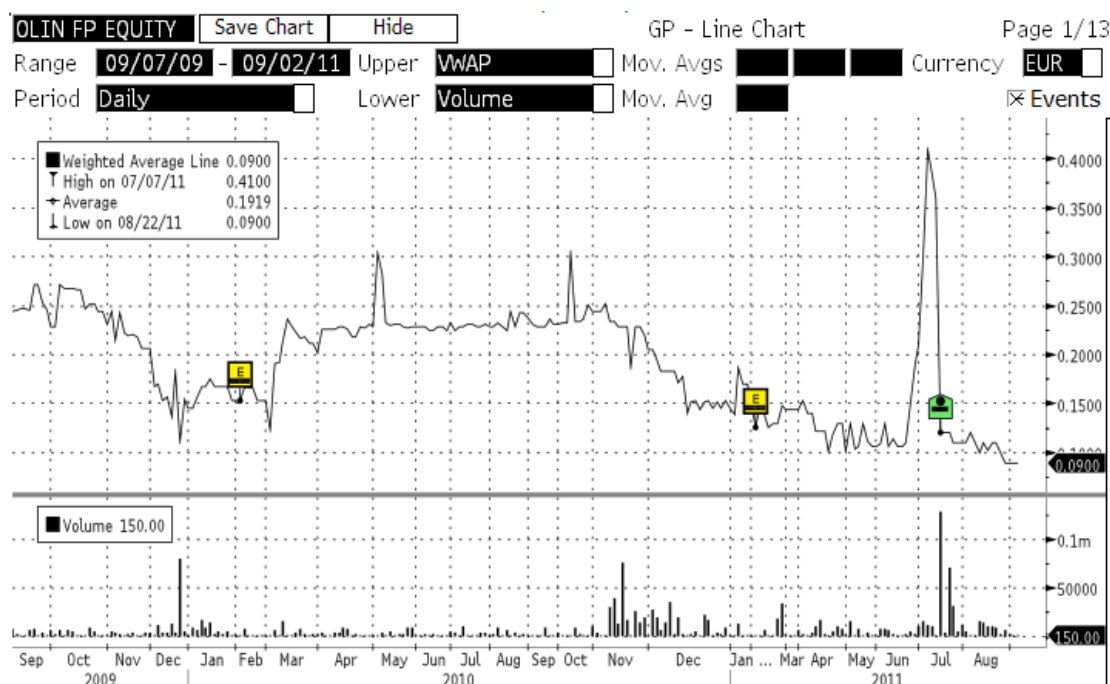
**Le prix par action de 0,10€ relatif à l'augmentation de capital de juin 2011 constitue donc une référence pertinente.**

### 1.3 Référence de valorisation retenue à titre secondaire : la référence au cours de bourse

La Société a été introduite en bourse en 1995 et ses actions sont aujourd'hui négociées sur le compartiment C de NYSE Euronext Paris.

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de bourse du titre Olin SA sur les deux dernières années.

Evolution du cours de bourse et des volumes



Source : Bloomberg – cours pondéré par les volumes moyens

Note : indicateur vert : augmentation de capital  
indicateurs jaunes : publications de résultats

	05/09/2011	1 mois	2 mois	3 mois	6 mois	1 an
Cours de l'action spot	0,09					
Prime / décote par rapport au prix de l'offre	-10,00%					
Cours moyen pondéré par les volumes (euros)	0,0993	0,1511	0,1474	0,1373	0,1659	
Prime / décote par rapport au prix de l'offre	-0,70%	51,10%	47,40%	37,30%	65,90%	
Cours le plus haut (euros)	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	
Cours le plus bas (euros)	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	
Volume moyen quotidien (nombre de titres)	3 254	8 221				
Pourcentage moyen du flottant échangé par jour	0,62%	1,56%				

Source : Bloomberg

Au cours des deux dernières années (au 5 septembre 2011), l'analyse du titre Olin SA fait ressortir **une forte volatilité** : un plus haut de 0,41€ atteint le 7 juillet 2011 ; un plus bas de 0,09€ atteint le 22 août 2011 et qui s'est maintenu depuis (au 5 septembre 2011 – avec 8 384 titres échangés sur la période allant du 22 août 2011 au 5 septembre 2011).

Nous avons noté une hausse significative du cours entre le 27 juin et le 11 juillet 2011. Le Management n'a pas connaissance de l'acquéreur, et nous n'avons donc pas pu analyser ses motivations.

Depuis le 13 juillet 2011 (i.e. depuis que les actions nouvelles créées suite à l'augmentation de capital dont la période de souscription s'est achevée le 30 juin 2011 ont été mises sur le marché), 324 226 titres ont été échangés (au 5 septembre 2011) à un **prix moyen pondéré par les volumes échangés de 0,12€**.

**La liquidité du titre Olin SA apparaît très faible** : il est fréquent d'observer des jours de cotation sans titres Olin SA échangés ; pour échanger le flottant (4 910 280 titres – 2,72% du capital), il faudrait 591 jours de cotation en retenant le nombre moyen de titres échangés entre le 13 juillet et le 5 septembre 2011.

Par ailleurs, il est à noter que **la Société n'est suivie par aucun bureau d'analyse** financière, et le niveau faible du cours de bourse permet de considérer que l'action est assimilable à un « penny stock », cela allant en faveur d'une décorrélation entre la Juste Valeur et le prix d'échange observé.

**La référence au cours de bourse est intéressante car elle porte directement sur la Société. Cependant, l'ensemble des éléments précités nous amène à considérer cette référence à titre secondaire.**

**L'analyse du cours depuis la dernière augmentation de capital fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 0,09€ et 0,12€.**

**Le prix de l'Offre se situe dans la fourchette précitée et fait ressortir une prime de 11% par rapport aux derniers échanges observés (au 5 septembre 2011).**

## ***1.4 Références de valorisation et méthodes d'évaluation écartées pour Olin SA***

### ***1.4.1 Méthode de l'actualisation des dividendes***

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividende attendus. Elle s'envisage généralement pour les sociétés qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière.

Dans le cas d'espèce, la Société n'a distribué aucun dividende au cours des trois derniers exercices et considèrerait comme très « hypothétique » la distribution de dividendes à moyen terme (source : Document de Référence 2010).

Dès lors, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer la Société.

### ***1.4.2 Référence de valorisation à l'actif net comptable***

Cette approche consiste à estimer les titres d'une société à partir de la référence à son actif net comptable.

Or, les principaux éléments d'actifs de la Société ne sont pas nécessairement inscrits à l'actif pour leur valeur de marché.

Dès lors, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer la Société.

### ***1.4.3 Référence de valorisation aux opinions délivrées par des bureaux d'analyse***

La Société n'étant suivie par aucun bureau d'analyse financière, cette référence de valorisation n'a pas pu être mise en œuvre.

### ***1.4.4 Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (Discounted Cash Flows – « DCF »)***

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur de la Société à partir de l'actualisation des cash-flows futurs qu'elle est susceptible de générer.

Cette méthode ayant été mise en œuvre au niveau des filiales opérationnelles détenues par Olin SA, il aurait été redondant de la mettre en œuvre au niveau de la Société.

#### *1.4.5 Méthode des multiples de sociétés comparables cotées*

Cette méthode ayant été mise en œuvre au niveau des filiales opérationnelles détenues par Olin SA, elle n'a pas été mise en œuvre au niveau de la Société (cela aurait été redondant).

#### *1.4.6 Méthode des transactions comparables*

Cette méthode ayant été mise en œuvre au niveau des filiales opérationnelles détenues par Olin SA, elle n'a pas été mise en œuvre au niveau de la Société (cela aurait été redondant).

## **2. Références de valorisation et méthodes d'évaluation retenues et écartées pour Ubbink et Karibu**

Ubbink et Karibu étant les deux entités ayant une activité opérationnelle significative, elles ont fait l'objet d'une analyse spécifique.

### ***2.1 Méthode retenue à titre principal : l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)***

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur de la société à partir de l'actualisation des cash-flows futurs qu'elle est susceptible de générer.

Cette méthode requiert de déterminer les paramètres suivants :

- les résultats prévisionnels (2.1.1.) ;
- les investissements (2.1.2.) ;
- le besoin en fonds de roulement (2.1.3.) ;
- le taux d'actualisation (2.1.4.) ;
- les hypothèses de calcul de la valeur terminale (2.1.5.) ;
- les éléments permettant de passer de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres (2.1.6.) ;

#### *2.1.1. Analyse des résultats prévisionnels de la société*

Le Management a réalisé un plan d'affaires concernant Ubbink et Karibu sur la période 2011 / 2014, que nous avons analysé. Nous n'avons pas considéré nécessaire d'étendre la période de prévisions explicites, les activités et les marchés étant considérés relativement matures et les investissements prévus par le Management concernant principalement des dépenses de maintenance ou de renouvellement.

##### *a) Plan d'affaires Ubbink*

Le plan d'affaires communiqué par le Management repose sur les principales hypothèses suivantes :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 4,1% sur la période 2010 / 2014 : en comparaison de la croissance affichée en 2010 par Ubbink (-4,2%) et de celles de sociétés comparables privées(-9,1% en moyenne – détail en annexe 3), celle-ci apparaît volontariste. A noter que ce niveau de croissance est en ligne avec les médianes des croissances attendues sur les sociétés comparables cotées (cependant très différentes selon les sociétés - détail en page 34).

La croissance du chiffre d'affaires s'explique par :

- le développement attendu du marché français, le BeNeLux et les Pays-Bas étant considérés comme plus matures ;
- l'accroissement des ventes de produits Karibu.

- une marge opérationnelle de la société en légère progression (de 4,1% attendu en 2011 à 4,5% en 2014).

Le principal poste de coût est représenté par les achats des marchandises, dont la valeur dépend fortement du prix du bois et des matières plastiques. Le Management a retenu une hausse de ces coûts sur les années à venir (de 57,4% en 2011 à 60% en 2014) : nous comprenons que l'objectif premier du Management est d'assurer l'approvisionnement, et que cela peut aller au détriment du coût d'achat. En effet, en 2010, le Groupe avait rencontré des difficultés d'approvisionnement, notamment pour les produits en provenance de Chine. Les fournisseurs chinois avaient préféré satisfaire prioritairement la très forte demande locale.

Les niveaux de marges d'EBIT sont :

- supérieurs à celui enregistré par Ubbink en 2010 (2,1%) ;
- en ligne avec les moyennes des marges observées ces dernières années sur des comparables non cotés (moyennes comprises entre 2,7% et 4,3% sur la période 2008 / 2010 - détail en annexe 3) ;
- en ligne avec les marges attendues sur les comparables boursiers en 2011 (comprise entre -0,8% et 5,1%, contre 1,8% en 2010 – détail page 34).

Le Management considérant le marché comme mature sur la plupart des produits, une variation importante de la marge d'EBIT n'est pas attendue sur long terme. Cependant, une forte variation du prix des matières premières (bois, matières plastiques) pourrait engendrer une forte variation de la marge opérationnelle sur un exercice, le Groupe revoyant ses contrats d'approvisionnement chaque année et négociant généralement chaque année les prix avec les distributeurs.

Les dotations aux amortissements / dépréciations sont attendues stables sur la période (seuls des investissements de maintenance / renouvellement sont prévus). A noter que les droits de livraison sont comptabilisés comme des amortissements fiscalement déductibles.

Nous nous sommes avisés de la cohérence des prévisions du Management et nous n'avons pas d'objections à formuler. Nous avons cependant noté que l'analyse des sociétés comparables cotées et non cotées fait ressortir de fortes disparités, tant en terme de croissance du chiffre d'affaires que de marge opérationnelle. De ce fait, nous avons réalisé des analyses de sensibilité larges, tant sur la croissance attendue à long terme que sur la marge d'EBITDA.

### *b) Plan d'affaires Karibu*

Le plan d'affaires communiqué par le Management repose sur les principales hypothèses suivantes :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 4,5% entre 2010 et 2014, relativement stable sur la période de prévisions (comprise entre 3,9% et 4,4%) : en comparaison de la croissance affichée en 2010 par Karibu (-2,7%) et de celles de sociétés comparables privées (-9,1% en moyenne – détail en annexe 3), celle-ci apparaît volontariste et est notamment fondée sur les derniers reportings (de juillet 2011) de la Société. A noter que ce niveau de croissance est en ligne avec les médianes des croissances attendues sur les sociétés comparables cotées (cependant très différentes selon les sociétés - détail page 34).

La croissance du chiffre d'affaires s'explique par :

- l'accroissement des ventes de produits Karibu à Ubbink (ventes intra-groupes) ;
  - le développement attendu du marché français, les autres marchés étant considérés comme plus matures.
- une marge opérationnelle du groupe assez stable (comprise entre 3,3% et 3,6% du chiffre d'affaires entre 2011 et 2014).

Le principal poste de coût est représenté par les achats des matières premières, dont la valeur dépend fortement du prix du bois et des matières plastiques. Le Management a retenu une légère hausse de ces coûts sur les années à venir (de 54,2% en 2011 à 55,2% en 2014) : nous comprenons que l'objectif premier du Management est d'assurer l'approvisionnement, et que cela peut aller au détriment du coût d'achat.

Les niveaux de marges d'EBIT du plan d'affaires sont :

- supérieurs à celui enregistré par Karibu en 2010 (3,1%) ;
- en ligne avec les moyennes des marges observées ces dernières années sur des comparables non cotés (moyennes comprises entre 2,7% et 4,3% sur la période 2008 / 2010 - détail en annexe 3) ;
- en ligne avec les marges attendues sur les comparables bousiers en 2011 (comprise entre -0,8% et 5,1%, contre 1,8% en 2010 – détail page 34).

Le Management considérant le marché comme mature sur la plupart des produits, une variation importante de la marge d'EBIT n'est pas attendue sur long terme. Cependant, une forte variation du prix des matières premières (bois, matières plastiques) pourrait engendrer une forte variation de la marge opérationnelle sur un exercice, particulièrement pour Karibu : les achats de bois font l'objet de prix fermes que sur de courtes périodes (environ quatre mois), alors que le prix sont généralement négociés pour une année avec les distributeurs.

Les dotations aux amortissements / dépréciations sont attendues stables sur la période (seuls des investissements de maintenance / renouvellement sont prévus). A noter que les droits de livraison sont comptabilisés comme des amortissements fiscalement déductibles.

Nous nous sommes avisés de la cohérence des prévisions du Management et nous n'avons pas d'objections à formuler. Nous avons cependant noté que l'analyse des sociétés comparables cotées et non cotées fait ressortir de fortes disparités, tant en terme de croissance du chiffre d'affaires que de marge opérationnelle. De ce fait, nous avons réalisé des analyses de sensibilité larges, tant sur la croissance attendue à long terme que sur la marge d'EBITDA.

### *2.1.2. Analyse des investissements*

Les hypothèses retenues par le Management en matière d'investissements concernent essentiellement des dépenses de maintenance ou de renouvellement. Les dépenses d'investissement nettes des cessions d'actifs sont en ligne avec les dépenses enregistrées lors des derniers exercices (hors compléments de prix versés en 2009 aux anciens actionnaires de Karibu).

### *2.1.3. Analyse du besoin en fonds de roulement*

Le besoin en fonds de roulement (« BFR ») varie fortement durant un exercice : les activités d'Ubbink et de Karibu sont en effet fortement saisonnières.

Nous avons obtenu du Management un relevé par semaine du BFR d'Ubbink et de Karibu : en 2010, le BFR moyen annuel s'est élevé à 12,4% du chiffre d'affaires net pour Karibu, et à 13,8% pour Ubbink.

### *2.1.4. Détermination du taux d'actualisation*

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

Ce taux correspond à un coût moyen pondéré du capital (ci-après « CMPC » ou taux d'actualisation) qui se calcule de la façon suivante :

$$CMPC = k \times \frac{C}{C + D} + i \times (1 - t) \times \frac{D}{C + D}$$

Avec :

k : taux sur fonds propres

i : taux sur la dette

t : taux de l'impôt sur les sociétés

C : valeur de marché des fonds propres

D : valeur de marché de la dette

### *a) Détermination de la structure financière normative*

La structure financière instantanée, c'est-à-dire celle constatée à la date d'une évaluation ou à la date du dernier exercice clos, ne correspond que rarement à la structure financière normative d'une société. En particulier, lorsqu'une société est dans une situation de capital particulière, comme c'est le cas pour Olin SA, cette structure peut être amenée à évoluer.

De ce fait, il nous paraît pertinent de retenir la structure financière cohérente avec celle constatée sur un nombre suffisamment important d'entreprises comparables. Pour cela, nous avons retenu l'endettement moyen indiqué par Damodaran pour le secteur « *Furn/Home Furnishings* »<sup>12</sup> : la dette financière nette représente environ 21% de la Valeur d'Entreprise des entreprises du secteur de l'ameublement de maisons.

Nous avons donc retenu une structure financière normative composée à 79% de fonds propres et 21% de dettes.

### *b) Détermination du taux sur fonds propres*

Nous avons déterminé le taux sur fonds propres en utilisant le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (« MEDAF ») ajusté d'une prime de taille. En effet, les études empiriques montrent que le MEDAF ne reflète pas le rendement supplémentaire exigé par les investisseurs pour les sociétés de plus petite taille, ce rendement supplémentaire étant la contrepartie d'une plus faible liquidité et d'une sensibilité aux évolutions de la conjoncture économique plus forte que pour les sociétés de grande taille.

### *c) Choix de la prime de risque de marché*

On distingue traditionnellement plusieurs modes d'estimation de la prime de risque de marché : les primes de risque historiques, les primes de risque anticipées ou les consensus de primes de risque.

D'une manière générale, nous ne privilégions pas les primes de risque anticipées calculées de manière instantanée qui présentent les inconvénients suivants :

- elles sont calculées à partir de modèles complexes tenant compte d'un grand nombre de paramètres, pour certains subjectifs, comme la définition de période de prévision, les taux de croissance retenus dans les prévisions, le taux de croissance à long terme, les taux de distribution de dividendes... Il en résulte que les hypothèses prises en compte dans leur calcul ne sont pas forcément cohérentes avec celles utilisées dans le modèle de valorisation ;
- elles permettent de suivre l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs, mais ne correspondent pas nécessairement au taux de rendement supplémentaire attendu par des investisseurs en actions qui investissent sur le long terme, ce qui n'est pas le cas pour les arbitragistes et les gestionnaires de portefeuilles.

Nous privilégions en revanche les primes de risque anticipées calculées à partir de données historiques qui comparent sur une base historique le rendement des actions et le rendement des obligations en ajustant l'écart constaté de phénomènes qui ne devraient pas se reproduire dans le futur. Ces primes de risque sont moins sensibles que les précédentes à la conjoncture immédiate.

A ce titre, nous retenons une prime de risque de 5% sur le marché français, déterminée notamment à partir des travaux de Dimson, Marsh et Staunton<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Site internet <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, données actualisées en janvier 2011.

<sup>13</sup> Source : études d'Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton sur les primes de risque internationales

#### d) Détermination des autres paramètres nécessaires au calcul du taux d'actualisation

Nous avons retenu les paramètres complémentaires suivants :

- un taux sans risque de 1,85 % correspondant au taux d'une obligation du Trésor allemande (le « Bund ») à 10 ans du 5 septembre 2011 (l'Allemagne étant le premier marché du Groupe et bénéficiant de la meilleure note de crédit des agences de notation et émettant en euro) ;
- un bêta d'actif de 0,96 : du fait de la faible liquidité du titre Olin SA, le bêta observé sur la Société n'est pas pertinent. Le bêta retenu correspond donc à l'analyse du bêta des sociétés comparables cotées que nous avons identifiées (détail ci-dessous).

##### Comparables dont le bêta apparaît pertinent

	Capitalisation	Beta FP	Tx d'IS	Beta actif	R2
<b>Sociétés retenues</b>					
<b>Panel 1</b>					
Headlam Group	232	0,71	28,0%	0,70	12%
Stanley Furniture	57	1,10	40,0%	1,30	10%
Chromcraft Revington	9	1,03	40,0%	1,12	8%
Hooker Furniture	97	0,89	40,0%	1,00	13%
<b>Panel 2</b>					
Piscines Desjoyaux	60	0,80	34,4%	0,71	22%
<b>Moyenne</b>		<b>0,91</b>		<b>0,96</b>	
<b>Mediane</b>		<b>0,89</b>		<b>1,00</b>	

Source : Bloomberg

Le bêta des fonds propres applicable à Karibu ressort ainsi à 1,14 et celui applicable à Ubbink à 1,15<sup>14</sup>. A noter que le Groupe a retenu pour ses tests de dépréciation en 2010 un bêta désendetté de 1,30.

- une prime de taille de 4,1 %, estimée sur la base des travaux d'Ibbotson (source : 2011 Ibbotson Risk Premia Over Time Report – prime associée aux entreprises dont la capitalisation boursière est comprise entre 1,2M\$ et 477,5M\$).
- un prime de risque spécifique de 0,5% appliquée uniquement à Karibu, afin de tenir compte du fait que Karibu, étant un fabricant, a un profil plus risqué qu'Ubbink.
- un *spread* de 1,6% appliqué sur le taux sans risque pour le calcul du coût de la dette et déterminé à partir du *spread* moyen observé sur des sociétés dont la notation est BBB (source : Damodaran<sup>15</sup>). Ceci permet d'estimer le coût de marché associé à une structure d'endettement cible d'entreprise, la Société n'ayant pas d'estimation récente du coût de sa dette.

En utilisant ces paramètres, nous obtenons :

- pour Ubbink, un taux sur fonds propres de **11,1%** et un taux d'actualisation de **9,3%**.
- pour Karibu, un taux sur fonds propres de **11,6%** et un taux d'actualisation de **9,7%**.

Une analyse de sensibilité a été effectuée avec un pas de +/- 1%.

<sup>14</sup> La différence de bêta entre Ubbink et Karibu provient d'un taux d'imposition différent

<sup>15</sup> Site internet <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, données actualisées en janvier 2011.



A noter que le Groupe a retenu en 2010 pour ses tests de dépréciation un taux d'actualisation avant impôt de 10%.

### *2.1.5. Hypothèses de calcul de la valeur terminale*

Nous avons calculé la valeur terminale en retenant :

- un taux de croissance à long terme de 2%, en ligne avec les estimations de croissance à long terme du FMI et égal au taux de croissance à l'infini retenu pour les tests de dépréciation du Groupe en 2010 ;
- une marge opérationnelle de 4,5% pour Ubbink et 4,1% pour Karibu, égales aux marges attendues par le Management pour chacune des entités en 2014.

Une analyse de sensibilité par rapport aux taux de croissance à long terme et de marge opérationnelle a été effectuée avec un pas de +/- 1%.

### *2.1.6. De la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres*

#### *a) Calcul de la Dette Financière Nette*

Le calcul de la Dette Financière Nette d'Ubbink de 4,8M€ a été calculée à partir des éléments suivants :

- l'endettement financier apparaissant au bilan au 31/07/11 : 4 933K€ ;
- la valeur comptable des actifs liquides au bilan au 31/07/11 : 185K€.

Le calcul de la Dette Financière Nette de Karibu de 3,1M€ a été calculée à partir des éléments suivants :

- l'endettement financier apparaissant au bilan au 31/07/11 : 3 151K€ ;
- la trésorerie au bilan au 31/07/11 : 53K€

#### *b) Autres éléments à prendre en compte*

Par ailleurs, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres suppose de tenir compte des éléments suivants :

- pour Ubbink

à ajouter à la Valeur d'Entreprise :

- la différence entre le BFR au 31/07/2011 et le BFR moyen estimé pour 2011 (5,2M€) ;
- la valeur de la plus-value potentielle sur les actifs immobiliers.

Une expertise a été réalisée en février 2009 par l'expert indépendant Scopas Taxatie & Expertise (ci-après « l'Expert Immobilier ») à la demande de la société ING Vastgoed Ontwikkeling BV.

Deux scénarii ont été retenus par l'expert, qui font ressortir les valorisations suivantes :

- 6,24M€ pour une vente de gré à gré ;
- 5,30M€ pour une vente forcée.

Ubbink a récemment levé l'option pour l'acquisition de l'immobilier au 01/01/2012, à un prix de 2,51M€. Nous avons valorisé la plus-value potentielle sur l'immobilier en se plaçant sous une hypothèse de continuité d'exploitation (par conséquent, en ne considérant que la valeur estimée par l'Expert Immobilier dans le cas d'une vente de gré à gré), actualisée au coût moyen pondéré du capital d'Ubbink. Le tableau ci-dessous détaille la valeur de la plus-value potentielle sur l'immobilier de 2,67M€ retenue. A noter que nous avons pris en compte des droits de mutation de 6,0% et un taux d'imposition de 25,5%.

#### Optino d'achat sur l'immobilier

	Valeur estimée de l'immobilier au 23/02/2009	Inflation estimée	Valeur estimée de l'immobilier au 01/01/2012
Vente de gré à gré	6 240 000	1%	6 419 796 €
Prix d'exercice			2 513 847 €
Plus-value potentielle - cas d'une vente de gré à gré			3 905 949 €
Plus-value potentielle nette des droits de mutation et de l'impôt			2 735 336 €
Date d'évaluation			30/09/2011
<b>Espérance actualisé au CMPC Ubbink</b>			<b>2 670 948 €</b>

#### à retrancher de la Valeur d'Entreprise :

- la valeur comptable des provisions (1M€).
- pour Karibu

#### à ajouter à la Valeur d'Entreprise :

- la valeur comptable des immobilisations financières (50K€) ;
- la différence entre le BFR au 31/07/2011 et le BFR moyen estimé pour 2011 (5,4M€) ;

#### à retrancher de la Valeur d'Entreprise :

- la valeur comptable des provisions (-0,3M€).

#### *c) Synthèse*

L'ajustement à retenir pour passer de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres est donc :

- de **+2,2M€ pour Ubbink** ;
- de **-2,2M€ pour Karibu**.

#### *2.1.7. Valeur des fonds propres d'Ubbink et de Karibu par la méthode DCF*

Le détail des analyses DCF est présenté en annexe 5 et 6.

#### *a) Ubbink*

Sur la base des hypothèses définies ci-dessus, notre estimation de **la valeur des fonds propres d'Ubbink est de 17 459K€**. Notre analyse de sensibilité fait ressortir une valeur des fonds propres comprise entre 14,3M€ et 20,6M€.

en K€		Croissance à long terme				
		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
Sensibilité au taux d'actualisation	-2%	18 842	20 467	22 654	25 751	30 478
	-1%	16 952	18 139	19 674	21 739	24 663
	+0%	15 450	16 340	17 459	18 907	20 854
	+1%	14 227	14 910	15 749	16 802	18 166
	+2%	13 212	13 745	14 388	15 176	16 167

en K€		Sensibilité à la marge d'EBITDA				
		-2%	-1%	+0%	+1%	+2%
Sensibilité au taux d'actualisation	-2%	13 890	18 272	22 654	27 035	31 417
	-1%	12 342	16 008	19 674	23 340	27 006
	+0%	11 188	14 324	17 459	20 595	23 731
	+1%	10 294	13 021	15 749	18 476	21 203
	+2%	9 581	11 984	14 388	16 792	19 195

## b) Karibu

Sur la base des hypothèses définies ci-dessus, notre estimation de **la valeur des fonds propres de Karibu est de 8 254K€**. Notre analyse de sensibilité fait ressortir une valeur des fonds propres comprise entre 5,4M€ et 11,1M€.

en K€		Croissance à long terme				
		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
Sensibilité au taux d'actualisation	-2%	9 414	10 324	11 532	13 214	15 716
	-1%	8 170	8 824	9 662	10 775	12 324
	+0%	7 173	7 654	8 254	9 023	10 044
	+1%	6 357	6 717	7 156	7 704	8 406
	+2%	5 675	5 948	6 276	6 675	7 172

en K€		Sensibilité à la marge d'EBITDA				
		-2%	-1%	+0%	+1%	+2%
Sensibilité au taux d'actualisation	-2%	3 592	7 562	11 532	15 502	19 472
	-1%	2 970	6 316	9 662	13 008	16 354
	+0%	2 499	5 377	8 254	11 132	14 010
	+1%	2 129	4 643	7 156	9 670	12 183
	+2%	1 830	4 053	6 276	8 498	10 721

## 2.2. Méthode retenue à titre indicatif : les multiples de sociétés comparables cotées

### 2.2.1. Principes

Nous avons estimé la valeur des fonds propres d'Ubbink et de Karibu à partir d'une approche fondée sur les multiples de valorisation observées sur deux types de sociétés :

- celles exerçant principalement leur activité dans le domaine de la conception, la fabrication et la vente de meubles ou de produits d'ameublement à des distributeurs spécialisés ;
- celles exerçant principalement leur activité dans le domaine de la fabrication et la distribution de piscines en France et en Europe.

Les sociétés comparables retenues pouvant être présentes sur des produits ou des marchés différents (par exemple sur le marché américain), nous n'avons considéré les résultats de cette méthode qu'à titre indicatif.

Nous avons indiqué les résultats issus des multiples de chiffre d'affaires, d'EBITDA et d'EBIT. Nous avons calculé ces ratios pour les exercices 2010, 2011 et 2012. A noter que nous avons procédé à un retraitement des chiffres d'affaires et EBITDA, afin de traiter les droits de livraison enregistrés en dotations aux amortissements comme des remises sur chiffre d'affaires.

## 2.2.2. Présentation des sociétés retenues

### Panel 1

Sociétés exerçant principalement leur activité dans le domaine de la conception, la fabrication et la vente de meubles ou de produits d'ameublement à des distributeurs spécialisés

- Headlam group est une société anglaise qui conçoit et distribue des produits de revêtements de sol, notamment en bois et en Teck, qu'elle revend à des distributeurs indépendants ainsi qu'à des chaînes. L'entreprise est présente principalement en Angleterre, en France, en Suisse et au Pays-Bas. La société a réalisé un chiffre d'affaires en 2010 de 536 millions de livres sterling.

La marge opérationnelle<sup>16</sup> du groupe s'élève à 4,9% du chiffre d'affaires en 2010.

- Stanley Furniture Company est une société américaine qui conçoit, importe, fabrique et distribue des meubles en bois. Les clients de Stanley Furniture sont des distributeurs indépendants, des chaînes de revendeurs, des eshops, etc. La société est exclusivement présente aux Etats-Unis où elle a réalisé en 2010 un chiffre d'affaires de 137 millions de dollars.

La marge opérationnelle du groupe est négative en 2010 (-26,6% du chiffre d'affaires).

- Chromcraft Revington conçoit, importe, fabrique et commercialise du mobilier résidentiel et de bureau principalement en bois. Les clients de la société sont composés de revendeurs indépendants, de grossistes et de loueurs de mobiliers de bureau. Chromcraft a réalisé en 2010 un chiffre d'affaires de 56 millions de dollars.

La marge opérationnelle du groupe est négative en 2010 (-10,2% du chiffre d'affaires).

- Hooker Furniture Corporation conçoit, importe, fabrique et commercialise du mobilier résidentiel. La société est présente exclusivement en Amérique du Nord où elle vend ses produits à des magasins d'ameublement. Hooker a réalisé en 2010 un chiffre d'affaires de 215 millions de dollars.

La marge opérationnelle du groupe s'élève à 2,7% du chiffre d'affaires en 2010.

### Panel 2

Sociétés exerçant principalement leur activité dans le domaine de la fabrication et de la distribution de piscines en France et en Europe

- Piscines Desjoyaux est un groupe français qui fabrique et distribue des piscines encastrées et hors-sol ainsi que des spas auprès de particuliers mais également auprès des collectivités locales, des hôtels ou des campings. La société commercialise également une gamme de produits annexes tels que des abris, des douches solaires, des pompes à chaleur, des accessoires d'entretiens, etc. Le chiffre d'affaires du groupe s'élève à 75 millions d'euros en 2010.

La marge opérationnelle du groupe s'élève à 9,8% du chiffre d'affaires en 2010.

- Piscines Groupe est un groupe français qui fabrique et distribue des piscines et d'autres produits annexes pour un usage commercial mais également auprès de particuliers. Les piscines sont commercialisées sous 6 marques différentes en France, en Belgique, en Allemagne, en Suisse, en Autriche et en Angleterre. Le chiffre d'affaires du groupe s'élevait à 33 millions d'euros en 2010.

La marge opérationnelle du groupe représente 3,1% du chiffre d'affaires en 2010.

---

<sup>16</sup> Rapport entre le résultat opérationnel et le chiffre d'affaires.

Le tableau ci-dessous synthétise les principales caractéristiques des sociétés de notre échantillon : leur taille au travers de leur valeur d'entreprise (« VE ») et de leur chiffre d'affaires (« CA ») pour l'année 2010, leurs perspectives de croissance au travers du taux de croissance annuel moyen prévisionnel sur la période 2010 / 2012 (« CAGR 10-12e ») et leur rentabilité au travers de leur taux de marges opérationnels prévisionnels entre 2010 et 2012.

	Résultat opérationnel / CA						
	VE (M€)	CA 2010 (M)	Croissance CA 2011	CAGR 2010-12e	2010	2011e	2012e
<b>Panel 1</b>							
Headlam Group	238	536	3,8%	3,6%	4,9%	5,1%	5,1%
Stanley Furniture	43	137	-17,3%	0,8%	-26,3%	-0,8%	nd
Chromcraft Revington	8	56	na	nd	-11,8%	nd	nd
Hooker Furniture	80	215	7,7%	7,8%	2,7%	3,2%	5,3%
<b>Moyenne</b>			<b>-1,9%</b>	<b>4,1%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>2,5%</b>	<b>5,2%</b>
<b>Médiane</b>			<b>-1,9%</b>	<b>4,1%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>2,5%</b>	<b>5,2%</b>
<b>Panel 2</b>							
Piscines Desjoyaux	72	75	5,1%	6,1%	9,8%	nd	nd
Piscines Group	25	33	na	nd	3,1%	nd	nd
<b>Moyenne</b>			<b>5,1%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,5%</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>
<b>Médiane</b>			<b>5,1%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,5%</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>
<b>Moyenne totale</b>			<b>-0,2%</b>	<b>4,6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>5,2%</b>
<b>Médiane totale</b>			<b>-0,2%</b>	<b>4,6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>5,2%</b>

Source : informations financières des sociétés concernées, Bloomberg et Reuters

Note : Stanley n'est pas pris en compte dans la moyenne de la marge sur EBIT 2010 dans la mesure où la société a vu ses coûts de vente exceptionnellement augmenter du fait d'amortissements accélérés (p12 du rapport annuel 2010 de Stanley Furniture)

### 2.2.3. Valeur des fonds propres d'Ubbink et de Karibu déterminée par la méthode des multiples de sociétés comparables cotées

#### a) Ubbink

En appliquant les multiples observés sur notre échantillon de sociétés comparables aux agrégats qui ressortent du plan d'affaires de la Société, nous obtenons une Valeur d'Entreprise comprise **entre 10,3M€ et 13,1M€** comme le détaille les tableaux ci-dessous<sup>17</sup> :

Agrégats	CA			
	2010	2011	2012	Moyenne
Année de référence				
Multiple médian observé sur les comparables boursiers	0,41x	0,40x	0,37x	
Agrégat après retraitement des droits de livraison	33 248	32 089	35 114	
<b>Valeur d'Entreprise Ubbink induite (en K€)</b>	<b>13 519</b>	<b>12 919</b>	<b>12 837</b>	<b>13 092</b>
Agrégats	EBITDA			
	2010	2011	2012	Moyenne
Année de référence				
Multiple médian observé sur les comparables boursiers	7,91x	7,53x	5,84x	
Agrégat après retraitement des droits de livraison	1 030	1 611	1 839	
<b>Valeur d'Entreprise Ubbink induite (en K€)</b>	<b>8 150</b>	<b>12 126</b>	<b>10 743</b>	<b>10 340</b>
Agrégats	EBIT			
	2010	2011	2012	Moyenne
Année de référence				
Multiple médian observé sur les comparables boursiers	11,71x	9,96x	7,87x	
Agrégat après retraitement des droits de livraison	713	1 318	1 509	
<b>Valeur d'Entreprise Ubbink induite (en K€)</b>	<b>8 362</b>	<b>13 166</b>	<b>11 872</b>	<b>11 126</b>

Source : Olin, Bloomberg, Reuters

<sup>17</sup> Les droits de livraison ont été considérés comme venant en diminution du chiffre d'affaires brut.

Pour estimer la valeur des fonds propres, la Valeur d'Entreprise est ajustée de la dette financière nette, des provisions et de la valeur de la plus-value potentielle sur l'immobilier<sup>18</sup>. La valeur des fonds propres d'Ubbink ressort ainsi comprise **entre 7,3M€ et 10,1M€**.

### b) Karibu

En appliquant les multiples observés sur notre échantillon de sociétés comparables aux agrégats qui ressortent du plan d'affaires de la Société, nous obtenons une Valeur d'Entreprise comprise **entre 9,7M€ et 13,4M€** comme le détaille les tableaux ci-dessous<sup>19</sup> :

<b>Agrégats</b>		<b>CA</b>			
Année de référence		2010	2011	2012	Moyenne
Multiple médian observé sur les comparables boursiers		0,41x	0,40x	0,37x	
Agrégat après retraitement des droits de livraison		32 829	34 283	35 965	
<b>Valeur d'Entreprise Karibu induite (en K€)</b>		<b>13 349</b>	<b>13 802</b>	<b>13 149</b>	<b>13 433</b>
<b>Agrégats</b>		<b>EBITDA</b>			
Année de référence		2010	2011	2012	Moyenne
Multiple médian observé sur les comparables boursiers		7,91x	7,53x	5,84x	
Agrégat après retraitement des droits de livraison		1 237	1 391	1 517	
<b>Valeur d'Entreprise Karibu induite (en K€)</b>		<b>9 788</b>	<b>10 470</b>	<b>8 861</b>	<b>9 706</b>
<b>Agrégats</b>		<b>EBIT</b>			
Année de référence		2010	2011	2012	Moyenne
Multiple médian observé sur les comparables boursiers		11,71x	9,98x	7,87x	
Agrégat après retraitement des droits de livraison		1 018	1 156	1 297	
<b>Valeur d'Entreprise Karibu induite (en K€)</b>		<b>11 925</b>	<b>11 538</b>	<b>10 204</b>	<b>11 222</b>

Source : Olin, Bloomberg, Reuters

Pour estimer la valeur des fonds propres, la Valeur d'Entreprise est ajustée de la valeur des immobilisations financières, de la dette financière nette et des provisions<sup>20</sup>. La valeur des fonds propres de Karibu ressort ainsi comprise **entre 6,3M€ et 10,1M€**.

## 2.3 Méthode retenue à titre indicatif : les multiples observés sur des transactions comparables

### 2.3.1. Principes

Nous avons estimé la valeur des fonds propres d'Ubbink et de Karibu à partir d'une approche basée sur les multiples de valorisation observée sur des sociétés exerçant principalement leur activité dans le domaine de la fabrication de produits pour le jardin.

Nos recherches n'ont fait ressortir que peu de transactions comparables (deux), et sur des périodes éloignées (2005 et 2007). Nous n'avons considéré les résultats de cette méthode qu'à titre indicatif.

Nous avons indiqué les résultats issus des multiples d'EBIT, afin de tenir compte de la structure de coûts des sociétés.

<sup>18</sup> Nous n'avons pas considéré d'ajustement au titre du BFR, sous l'hypothèse que les sociétés comparables ont une évolution annuelle de leur BFR comparable à Ubbink.

<sup>19</sup> Les droits de livraison ont été considérés comme venant en diminution du chiffre d'affaires brut.

<sup>20</sup> Nous n'avons pas considéré d'ajustement au titre du BFR, sous l'hypothèse que les sociétés comparables ont une évolution annuelle de leur BFR comparable à Karibu.

### 2.3.2. Transactions retenues

Le tableau ci-dessous présente les différentes transactions retenues pour la mise œuvre de la méthode des multiples de transaction (source : MergerMarket, la Société) :

Cible	Activité	Pays	Acquéreur	Date	Devises	Part acquise	VE/EBIT
Gardena Holding AG	Fabricant allemand d'outillage pour le jardin	Allemagne	Husqvarna	20/03/2007	Eur	100%	13,5
Karibu Holztechnik GmbH	Fabricant allemand d'abris de jardin	Allemagne	Nortene SA	10/09/2005	Eur	100%	10,6**
<b>Moyenne</b>							<b>12,1</b>

\* : en prenant en compte le complément de prix versé en 2009

\*\* : sur la base de l'EBIT 2006

### 2.3.3. Valeur des fonds propres d'Ubbink et de Karibu déterminée par la méthode des multiples de transactions comparables

#### a) Ubbink

Le tableau ci-dessous présente la Valeur d'Entreprise et des fonds propres d'Ubbink issue de la méthode des transactions comparables :

Agrégats	EBIT
Multiple moyen observé sur les transactions comparables	12,1x
Agrégat après retraitement des droits de livraison	713
<b>Valeur d'Entreprise Ubbink induite (en K€)</b>	<b>8 596</b>
<b>Valeur des fonds propres Ubbink induite (en K€)</b>	<b>5 558</b>

La valeur des fonds propres d'Ubbink est ainsi estimée à **5,6M€**.

#### b) Karibu

Le tableau ci-dessous présente la Valeur d'Entreprise et des fonds propres de Karibu issue de la méthode des transactions comparables :

Agrégats	EBIT
Multiple médian observé sur les transactions comparables	12,1x
Agrégat après retraitement des droits de livraison	1 018
<b>Valeur d'Entreprise Karibu induite (en K€)</b>	<b>12 274</b>
<b>Valeur des fonds propres Karibu induite (en K€)</b>	<b>8 896</b>

La valeur des fonds propres de Karibu est ainsi estimée à **8,9M€**.

### 2.4. Méthodes écartées pour l'analyse de valeur d'Ubbink et de Karibu

La méthode de l'actualisation de dividendes n'a pas été jugée pertinente pour Ubbink et Karibu, dont l'unique actionnaire est Olin SA.

La référence à l'actif net comptable a également été jugée peu pertinente : les principaux éléments d'actifs d'Ubbink et de Karibu ne sont pas nécessairement inscrits à l'actif pour leur valeur de marché, notamment les



actifs incorporels. A titre indicatif, les capitaux propres d'Ubbink inscrits au bilan au 31 juillet 2011 s'élevaient à 5,2M€ ; ceux de Karibu s'élevaient à 3,8M€.

## 2.5. Analyse de valeur des fonds propres d'Ubbink et de Karibu - synthèse

Le tableau ci-dessous présente les résultats des différentes méthodes de valorisation (à titre principal et à titre indicatif).

Valeur des fonds propres (en M€)	Minimum	Maximum	Valeur retenue
<b>Ubbink</b>			
Méthode retenue à titre principal - DCF	14,3	20,6	17,5
<b>Méthodes retenues à titre indicatif</b>			<b>prime / décote*</b>
Multiples boursiers	7,3	10,1	-50%
Multiples de transactions comparables	5,6	5,6	-68%
<b>Karibu</b>			
Méthode retenue à titre principal - DCF	5,4	11,1	8,3
<b>Méthodes retenues à titre indicatif</b>			<b>prime / décote*</b>
Multiples boursiers	6,3	10,1	-1%
Multiples de transactions comparables	8,9	8,9	7%

\* : moyenne des fourchettes indiquées / valeur retenue -1

Les valeurs retenues correspondent aux résultats de la méthode DCF et font apparaître :

- des primes significatives par rapport à la méthode des multiples boursiers et des multiples de transactions comparables pour Ubbink ;
- des résultats convergents entre la méthode DCF et les multiples boursiers et de transactions comparables pour Karibu.

## 3. Références de valorisation et méthodes d'évaluation retenues et écartées pour les autres filiales d'Olin SA

Les autres filiales d'Olin SA sont Nortland, Nortene Tunisie et Olin Jardinage.

### 3.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nortland a une activité opérationnelle qui peut être considérée comme peu significative pour le Groupe : au 31 juillet 2011, le chiffre d'affaires (sur 10 mois) s'élevait à 201K€, le résultat d'exploitation à -83K€ et le résultat net à 312K€. Sur l'exercice 2010, le chiffre d'affaires s'était élevé à 335K€, le résultat d'exploitation à -136K€ et le résultat net) -491K€.

Nortene Tunisie et Olin Jardinage sont des sociétés sans activité opérationnelle.

Par conséquent, les méthodes d'évaluation fondées sur les agrégats financiers (chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT) n'ont pas été jugées pertinentes pour valoriser ces sociétés : la méthode DCF et celle des multiples de sociétés comparables cotées et de transactions comparables n'ont donc pas été retenues.

### 3.2 Méthode d'évaluation retenue : référence de valorisation à l'actif net comptable

Cette méthode consiste à estimer les titres d'une société à partir de la référence à son actif net comptable.

Le bilan de Nortene Tunisie a été établi en Dinar Tunisien. Nous avons retenu le taux de change 1 euro pour 1,9507 dinar tunisien, observé le 5 septembre 2011 (source : OANDA). La valeur des capitaux propres de Nortene Tunisie est ainsi estimée à **-1 354K€**.

La valeur comptable des capitaux propres de Nortland au 31 juillet 2011 s'élevait quant à elle à **-179K€**.

La valeur comptable des capitaux propres d'Olin Jardinage au 31 juillet 2011 s'élevait à **-18K€**.

#### 4. Synthèse – valeur estimée du titre Olin SA par la méthode de l'actif net réévalué

Le calcul de l'actif net réévalué se fonde sur :

- la situation nette sociale d'Olin SA au 31 juillet 2011 ;
- la substitution de la valeur nette comptable des titres des sociétés Ubbink et Karibu par leurs valeurs réelles estimées sur la base de la méthode DCF ;
- la prise en compte de la quote-part de situation nette des sociétés Nortland, Nortene Tunisie et Olin Jardinage.

Le calcul de l'ANR est détaillé ci-après.

##### Approche ANR

Actif (en K€)	Valeur comptable au 31/07/2011	Valeur estimée au 30/09/2011	Passif (en K€)	Valeur comptable au 31/07/2011	Valeur estimée au 30/09/2011
Immobilisations incorporelles	0	0	<b>Capitaux propres</b>	<b>-5 609</b>	<b>3 832</b>
Immobilisations corporelles	15	15			
<i>Participation Karibu</i>		<i>8 254</i>			
<i>Participation Ubbink</i>		<i>17 459</i>			
<i>Participation Nortland</i>		<i>-179</i>			
<i>Participation Nortene Tunisie</i>		<i>-1 252</i>			
<i>Participation Olin Jardinage</i>		<i>-18</i>			
Immobilisations financières	14 823	24 264			
<b>Total Immobilisations</b>	<b>14 838</b>	<b>24 279</b>	<b>Provisions</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Clients et autres créances	906	906	<b>Dettes financières</b>	<b>20 281</b>	<b>20 281</b>
Valeurs mobilières de placement	0	0			
Disponibilités	612	612	<b>Fournisseurs et autres dettes</b>	<b>1 735</b>	<b>1 735</b>
<b>Total Actif circulant</b>	<b>1 518</b>	<b>1 518</b>			
<b>Comptes de régularisation - actif</b>	<b>57</b>	<b>57</b>			
<b>Total Actif</b>	<b>16 413</b>	<b>25 854</b>	<b>Total Passif</b>	<b>16 413</b>	<b>25 854</b>

##### Analyses de sensibilité

en K€		Croissance à long terme				
		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
Sensibilité au taux d'actualisation	-2%	6 374	8 910	12 304	17 083	24 313
	-1%	3 241	5 082	7 455	10 632	15 106
	+0%	742	2 114	3 832	6 049	9 017
	+1%	-1 298	-254	1 024	2 625	4 691
	+2%	-2 994	-2 187	-1 218	-30	1 458

en K€		Sensibilité à la marge d'EBITDA				
		-2%	-1%	+0%	+1%	+2%
Sensibilité au taux d'actualisation	-2%	-4 399	3 953	12 304	20 656	29 007
	-1%	-6 569	443	7 455	14 467	21 479
	+0%	-8 194	-2 181	3 832	9 846	15 859
	+1%	-9 458	-4 217	1 024	6 265	11 505
	+2%	-10 471	-5 844	-1 218	3 409	8 035

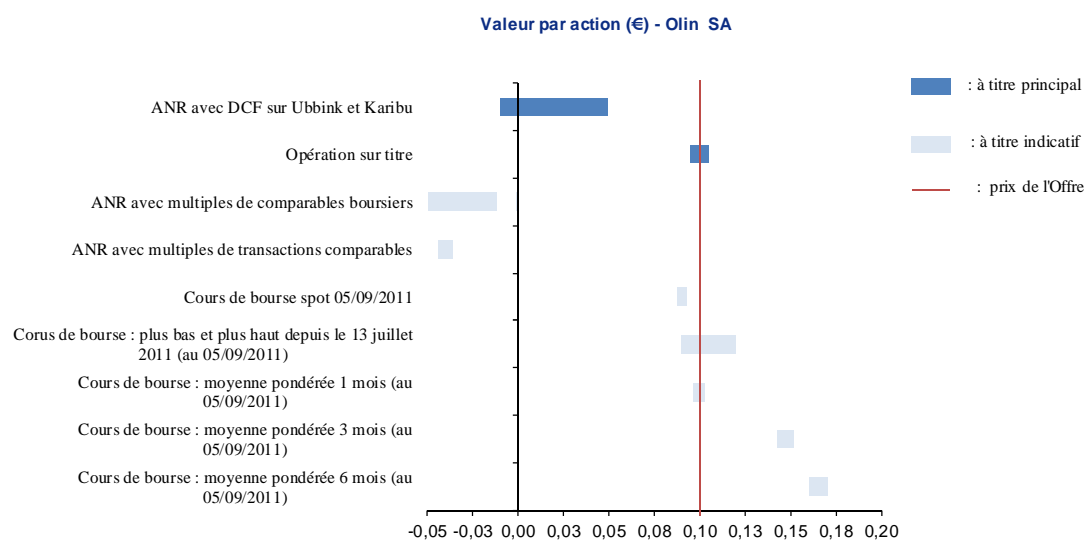
La Société nous a confirmé que les reports déficitaires d'Olin SA ne sont pas susceptibles d'être récupérés compte tenu de la situation financière du Groupe. Le Management nous a indiqué qu'au 30/09/2010, le total des déficits cumulés s'élevait à plus de 37M€ pour le périmètre d'intégration fiscale, soit en considérant un taux d'imposition de 34,43%, 12,7M€ d'économies d'impôt qui pourraient être réalisées dans le futur. La prise en compte d'une réalisation immédiate de l'entièreté de ces économies d'impôt (hypothèse non réaliste dans le cas d'une continuité d'exploitation autonome) induirait une valeur par action centrale de 0,09€ (contre 0,02€ dans nos analyses). Il faut également noter que le traitement fiscal des déficits d'impôts passés pourrait être amené à être modifié à court ou moyen terme.

**Selon l'approche par l'actif net réévalué et en retenant les résultats des analyses DCF sur Ubbink et Karibu, la valeur des fonds propres d'Olin SA au 30 septembre 2011, sur la base de paramètres observés le 5 septembre 2011, est de 3 832K€, soit une valeur par action de 0,02€.**

**Les analyses de sensibilité font ressortir une valeur comprise entre -2,2M€ et 9,8M€, soit une valeur par action comprise entre -0,01€ et 0,05€.**

## 5. Synthèse des travaux d'évaluation d'Olin SA

Le graphique ci-dessous présente les résultats des différentes analyses menées, tant à titre principal qu'indicatif.



<b>OLIN SA - Valeur par action (en €)</b>				
	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>Valeur retenue</b>	<b>Prime / (décote) de l'Offre par rapport aux valorisations</b>
<b>Prix de l'Offre</b>			<b>0,10</b>	
<b>Valorisation à titre principal</b>				
<b>ANR avec DCF sur Ubbink et Karibu</b>	<b>(0,01)</b>	<b>0,05</b>	<b>0,02</b>	400%
<b>Opération sur titre</b>			<b>0,10</b>	-
<b>Valorisation à titre indicatif</b>				
ANR avec multiples de comparables boursier	(0,05)	(0,01)	(0,03)	
ANR avec multiples de transactions comparables			(0,04)	
Cours de bourse spot 05/09/2011			0,09	8%
Corus de bourse : plus bas depuis le 13 juillet 2011 (au 05/09/2011)			0,09	11%
Corus de bourse : plus haut depuis le 13 juillet 2011 (au 05/09/2011)			0,12	(17%)
Cours de bourse : moyenne pondérée 3 mois (au 05/09/2011)			0,15	(32%)
Cours de bourse : moyenne pondérée 6 mois (au 05/09/2011)			0,17	(40%)
Cours de bourse : plus bas 1 an (au 05/09/2011)			0,09	11%
Cours de bourse : plus haut 1 an (au 05/09/2011)			0,41	(76%)

Source : Bloomberg

## V. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX REALISES PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

Le tableau ci-dessous synthétise les références et méthodes retenues dans les travaux de l'Etablissement Présentateur et les nôtres, ainsi que leur résultat respectif.

A noter que l'Etablissement Présentateur n'a pas estimé la valeur des fonds propres d'Ubbink et de Karibu, mais uniquement leur Valeur d'Entreprise.

Les résultats de ces travaux sont synthétisés dans le tableau ci-dessous.

	Etablissement Présentateur		Sorgem Evaluation		Commentaires	
			Min	Max		Valeur retenue
<b>Pour Olin SA</b>	<b>Valeur par action</b>		<b>Valeur par action</b>			
Méthode de l'actif net réévalué	0,02 €		-0,01 €	0,05 €	0,02 €	Méthode retenue à titre principal dans les analyses de l'Etablissement Présentateur et de Sorgem Evaluation
Référence aux opérations sur titre	0,10 €				0,10 €	Méthode retenue à titre principal dans les analyses de l'Etablissement Présentateur et à titre secondaire par Sorgem Evaluation
Référence aux cours de bourse	0,09 €	0,41 €	0,09 €	0,12 €		Méthode retenue à titre secondaire par l'Etablissement Présentateur et par Sorgem Evaluation
<b>Pour Ubbink</b>	<b>Valeur d'Entreprise</b>		<b>Valeur d'Entreprise</b>			
Méthode DCF	21,9M€		17,4M€*	23,6M€*	20,5M€*	Retenue à titre principal par Sorgem Evaluation
Comparables boursiers	15,2M€		10,3M€	13,1M€	11,5M€	Retenue à titre uniquement indicatif par Sorgem Evaluation et au même niveau que la méthode DCF par l'Etablissement Présentateur
Transactions comparables	non retenue				8,6M€	Non retenue par l'Etablissement Présentateur ; retenu uniquement à titre indicatif par Sorgem Evaluation
Valeur de l'option sur l'immobilier	2,2M€				2,7M€	Valeur retenue par l'Etablissement Présentateur et Sorgem Evaluation dans la valeur obtenue pour Olin SA par l'actif net réévalué
<b>Pour Karibu</b>	<b>Valeur d'Entreprise</b>		<b>Valeur d'Entreprise</b>			
Méthode DCF	16,9M€		8,8M€*	14,5M€*	11,6M€*	Retenue à titre principal par Sorgem Evaluation
Comparables boursiers	14,8M€		9,7M€	13,4M€	11,4M€	Retenue à titre uniquement indicatif par Sorgem Evaluation et au même niveau que la méthode DCF par l'Etablissement Présentateur
Transactions comparables	non retenue				12,3M€	Non retenue par l'Etablissement Présentateur ; retenu uniquement à titre indicatif par Sorgem Evaluation

\* : somme des flux de trésorerie ajustée de la différence entre le BFR au 31/07/2011 et le BFR moyen sur 2011

 : Valeur retenue à titre principal

Nos travaux ne font pas apparaître d'écarts significatifs sur l'approche par l'actif net réévalué, bien que celle-ci ait été mise en place de manière différenciée : l'Etablissement Présentateur a retenu comme valeur centrale pour Ubbink et Karibu la moyenne des valorisations par la méthode DCF et les multiples de sociétés comparables cotées, alors que nous n'avons retenu comme valeurs que celles ressortant des DCF.

### 1. Méthode DCF

La méthode DCF a été mise en œuvre à la fois par l'Etablissement Présentateur et Sorgem Evaluation pour valoriser Ubbink et Karibu.

Les écarts entre l'Établissement Présentateur et nous résident dans huit points.

- Tout d'abord, nous n'avons pas retenu de période complémentaire de prévisions, considérant que l'activité serait déjà arrivée à un stade de maturité en 2015. L'Établissement Présentateur a étendu les plans d'affaires jusqu'en 2021, l'unique différence entre la période 2015 / 2021 et celle 2022 / à l'infini étant le taux de croissance du chiffre d'affaires (2% pour la période 2015 / 2021 et 1% après). De notre côté, nous avons retenu une croissance normative dès 2015 de 2% et nous avons réalisé des analyses de sensibilité à ce paramètre.
- Nous observons également un écart significatif dans l'estimation du taux d'actualisation : l'Établissement Présentateur a retenu un taux de 6,3% alors que nous avons retenu un taux de 9,3% pour Ubbink et 9,7% pour Karibu. Nous observons en particulier un écart significatif au niveau du bêta, retenu à 0,61 par l'Établissement Présentateur et à 1,15 dans nos analyses. Cet écart s'explique notamment :
  - par un panel de sociétés comparables retenu différent pour estimer le bêta ;
  - par une sélection des bêtas selon leur pertinence effectuée par Sorgem Evaluation (ainsi, le bêta des fonds propres le plus faible observé sur les sociétés comparables est de 0,71 dans les analyses de Sorgem Evaluation, alors que l'Établissement Présentateur a retenu cinq bêtas des fonds propres inférieurs à 0,50, dont un négatif) ;
  - par un ajustement du bêta en fonction de la structure financière des sociétés comparables effectué par Sorgem Evaluation, et non par l'Établissement Présentateur ;
  - par un bêta estimé par l'Établissement Présentateur sur la base de plusieurs indices (le CAC all shares, le CAC consumer goods et le CAC Mid & Small), alors que nous nous sommes fondés sur les indices de référence des pays d'origine des sociétés comparables.

D'autres paramètres de calcul du taux d'actualisation diffèrent également (la prime de risque, la structure financière, le coût de la dette et la prise en compte d'une prime de taille). Nous avons réalisé des analyses de sensibilité au taux d'actualisation.

- Concernant le BFR, nos prévisions de flux de trésorerie se fondent sur une estimation du BFR moyen nécessaire à l'exploitation. Par conséquent, nous avons également considéré un ajustement de la valeur dû à l'écart existant au 31/07/2011 entre le BFR dans les comptes et le BFR moyen estimé sur 2011. L'Établissement Présentateur n'a pas fait d'estimations particulières au niveau du BFR de chaque entité et a considéré un niveau moyen des crédits de campagne au niveau consolidé.
- L'Établissement Présentateur a estimé que les investissements seraient égaux aux dotations aux amortissements / dépréciations dans le futur. De notre côté, nous avons estimé que les investissements nets seraient égaux aux dotations aux amortissements / dépréciations hors droits de livraison. Ces droits de livraison sont d'après nous comparables à des remises sur chiffre d'affaires et ont été traités comme tels dans nos analyses.
- Concernant le coefficient d'actualisation, nous avons considéré que la moitié des flux de trésorerie serait perçue pour chaque exercice au 30 avril ; l'Établissement Présentateur ne semble pas avoir retenu une telle hypothèse et semble avoir considéré que les flux seraient perçus à la clôture de chaque exercice.
- L'Établissement Présentateur a retenu le flux de trésorerie estimé pour la période allant du 1er octobre 2010 au 30 septembre 2011. La date d'évaluation que nous avons retenue est le 30 septembre 2011 : nous n'avons donc pas pris en compte le flux de l'exercice 2011 en compte dans nos analyses.
- Nous avons estimé la valeur des fonds propres de chaque activité, sur la base de leur bilan respectif au 31/07/2011. L'Établissement Présentateur n'a pas estimé la valeur des fonds propres de chaque entité, mais a estimé leur Valeur d'Entreprise d'Ubbink et de Karibu et a ajusté les valeurs retenues au niveau d'Olin SA en estimant la valeur de la dette financière nette consolidée. L'estimation de la dette financière nette par l'Établissement Présentateur s'est fondée sur le bilan d'Olin SA au 31 mars 2011.

Malgré les différences mentionnées ci-dessus, les résultats issus de la méthode DCF sur Ubbink ne font pas apparaître d'écart significatif entre l'Établissement Présentateur et nous. Concernant Karibu, nous aboutissons à une valeur d'environ 30% inférieure à celle estimée par l'Établissement Présentateur.

## 2. Valorisation par les multiples de comparables boursiers

Concernant la mise en œuvre de la méthode des multiples de comparables boursiers, nous avons effectué un retraitement des chiffres d'affaires et des EBITDA, afin de prendre en considération les droits de livraison comme des remises sur chiffre d'affaires. Ce retraitement n'a pas été effectué par l'Etablissement Présentateur.

Par ailleurs, nous n'avons pas retenu les mêmes comparables que l'Etablissement Présentateur dans la mesure où nous considérons que certaines entreprises présentaient des domaines d'activité et des structures trop éloignées des sociétés Ubbink et Karibu, même si celles-ci étaient globalement positionnées au même niveau dans la chaîne de valeur.

- les sociétés SAMSE, VM Matériaux et Thermadore Groupe sont des sociétés dont l'activité est particulièrement soumise à l'évolution du marché du BTP. De plus, SAMSE et VM Matériaux possèdent des magasins en propre et les performances de VM matériaux et de Thermador Groupe ne sont pas soumises à l'évolution des prix du bois et du polyéthylène ;
- Jarden Corp possède une structure plus importante et une activité beaucoup plus diversifiée qu'Olin dont le résultat opérationnel n'est pas soumis aux variations des prix des matières premières. Les produits est équipements proposés ont également un positionnement prix plus bas que les produits d'Ubbink et de Karibu, qui sont des produits milieu / haut-de-gamme de complaisance ;
- les sociétés Johnson Outdoors, Lafuma, Cybergum, Escalade Inc proposent différents produits « *outdoor* » (sport, jeux en plein-air, camping, etc.). Leur activité ne suit pas le marché de l'équipement et de la décoration du jardin et n'ont pas la même corrélation à l'évolution des prix des marchés des matières premières. Ces produits n'ont pas le même positionnement prix que ceux commercialisés par Ubbink et Karibu ;
- plus de la moitié du chiffre d'affaires réalisé par Central Garden & Pet Co concerne les produits et accessoires pour animaux de compagnie (laisSES, nourriture, etc.), dont les ventes ne suivent pas les tendances du marché de l'équipement et de la décoration du jardin ;
- William Sinclair commercialise principalement des produits horticoles dont le procédé industriel, les débouchés et les tendances de marché sont éloignées de ceux d'Olin.

Nous partageons avec Invest Securities les comparables Piscines Desjoyaux et Piscines Groupe dont l'intensité capitalistique est plus importante qu'Olin, mais qui rendent compte des tendances du marché de la piscine en Europe.

## **VI. CONCLUSION**

**Nous concluons que :**

- **le prix de 0,10€ par action Olin SA offert dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Olin SA. Cette conclusion est également applicable dans le cadre du retrait obligatoire.**

Fait à Paris, le 3 octobre 2011

Pour SORGEM EVALUATION,

Maurice Nussenbaum



## **Annexe 1 : Diligences effectuées par l'Expert**

### **1. Programme de travail**

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

- Analyse du contexte de l'Offre
- Analyse des opérations précédentes
- Analyse des documents de référence du groupe Olin
- Entretiens avec la direction de la Société sur les points suivants :
  - présentation de l'Offre, de son contexte et de ses motifs ;
  - description des activités de la Société, de ses marchés, des tendances et de l'environnement concurrentiel ;
  - présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses structurantes ;
  - description des problématiques relatives à l'environnement réglementaire.
- Analyse financière des comptes historiques de la Société
- Analyse du plan d'affaires élaboré par les responsables de la Société
- Mise en œuvre d'une approche multicritère pour l'évaluation de la Société
- Analyse du cours de bourse de la Société
- Evaluation d'Ubbink et de Karibu sur la base de la méthode des flux de trésorerie actualisés
- Examen de la pertinence d'une évaluation de la société fondée sur une approche analogique avec la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers et des transactions comparables ; dans ce cadre, identification de sociétés et de transactions comparables, identification du sens et de l'importance des biais résultant des différences existant entre la Société et les sociétés comparables
- Examen des transactions récentes réalisées sur le capital d'Olin SA
- Analyse des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par Invest Securities pour son évaluation des fonds propres d'Olin SA
- Rédaction du présent rapport d'expertise

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

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

- Groupe Olin : George Tournier (Directeur Général)
- Groupe Olin : Jean-Luc Heymans (Président du Directoire)

### 3. Informations et documents utilisés

Document	Source
Documents de référence	Groupe Olin
Rapport d'évaluation réalisé par Mazars pour l'augmentation de capital	AMF
Note d'opération sur l'augmentation de capital	AMF
Projet de rapport de valorisation d'Invest Securities	Invest Securities
Rapport de valorisation d'Invest Securities	Invest Securities
Plan d'affaires 2011-2014	Groupe Olin
Reportings au 31/07/2011	Groupe Olin
Les comptes au 31/03/2011 de NORTENE TUNISIE et d'OLIN JARDINAGE	Groupe Olin
Suivi du BFR d'Ubbink et de Karibu	Groupe Olin
Rapport de valorisation de l'immobilier de Scopas Taxatie& Expertise (traduction)	Groupe Olin
Budget 2011 vs Réel 2010 et 2009	Groupe Olin
Suivi des déficits fiscaux	Groupe Olin
Historique et prévisions des dotations aux amortissements d'Ubbink et Karibu	Groupe Olin
Informations sur les transactions passées du groupe	Groupe Olin
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas, etc.)	Bloomberg/Reuters Reuters/Bloomberg/ sites internet
Informations financières sur les sociétés citées dans le rapport	internet

### 4. Réserves

Pour accomplir notre Mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société ainsi que ses conseils.

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

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard des performances historiques de la Société, des explications orales et écrites obtenues auprès du Management, et des performances historiques et prévisionnelles observées sur les sociétés comparables.

Les fourchettes de valorisation présentées dans le présent rapport et notre opinion sur le caractère équitable du prix de la Société reposent sur des paramètres financiers (taux sans risque, primes de risque, cours et données prévisionnelles des sociétés comparables) qui sont susceptibles de varier dans le temps, notamment en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

### Annexe 2 : Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 45.000 € hors taxes.

### Annexe 3 : Analyse des sociétés concurrentes

	Activité	Croissance du CA en 2010	Croissance du CA en 2009	Croissance du CA en 2008	Marge d'EBIT 2010	Marge d'EBIT 2009	Marge d'EBIT 2008
Weka	Fabriquant de piscines hors sol, de saunas et de chalets en Allemagne	nd	-9,7%	-22,2%	nd	3,2%	-0,7%
Solid	Fabriquant de chalets et d'autres équipements en bois en Allemagne et en France	-9,5%	-3,9%	nd	3,3%	7,1%	3,7%
TIP	Fabriquant de bassins en Allemagne	nd	25,8%	-12,7%	nd	3,8%	3,0%
Etablissements Verhaeghe	Fabriquant de chalets et de saunas en bois en France	-20,4%	15,4%	nd	0,9%	4,2%	3,3%
Decor et Jardin	Fabriquant de chalets et abris en bois en France	-14,7%	4,0%	nd	19,1%	21,7%	12,1%
Agriline	Fabriquant de bassins en France	9,8%	-7,3%	nd	1,8%	2,0%	3,6%
Aqualux SAS	Fabriquant de piscines hors sol et de spas en France	-10,6%	-36,7%	nd	-6,6%	-11,8%	-5,7%
<b>Moyenne</b>		<b>-9,1%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-17,5%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,3%</b>	<b>2,7%</b>
<b>Mediane</b>		<b>-10,6%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>-17,5%</b>	<b>1,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,3%</b>
Minimum		-20,4%	-36,7%	-22,2%	-6,6%	-11,8%	-5,7%
Maximum		9,8%	25,8%	-12,7%	19,1%	21,7%	12,1%

*nd : non disponible*

Source : Onesource

## Annexe 4 : Plan d'affaires d'Ubbink

en K€	BP Management					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Activité Ubbink (exercices clos à fin septembre)</b>						
Chiffre d'affaires avec tiers parties	34 718	33 276	32 036	35 184	37 188	39 108
<i>Croissance</i>		-4,2%	-3,7%	9,8%	5,7%	5,2%
Chiffre d'affaires intragroupe	59	32	118	0	0	0
<i>Croissance</i>		-45,8%	268,8%			
<b>Chiffres d'affaires ("CA")</b>	<b>34 777</b>	<b>33 308</b>	<b>32 154</b>	<b>35 184</b>	<b>37 188</b>	<b>39 108</b>
<i>Evolution CA</i>		-4,2%	-3,5%	9,4%	5,7%	5,2%
<b>COGS</b>	<b>20 322</b>	<b>19 300</b>	<b>18 444</b>	<b>20 755</b>	<b>22 255</b>	<b>23 458</b>
<i>COGS / CA</i>	<i>58,4%</i>	<i>57,9%</i>	<i>57,4%</i>	<i>59,0%</i>	<i>59,8%</i>	<i>60,0%</i>
Coûts variables (transports, commissions sur vente, retours)	2 775	2 519	2 427	2 709	2 920	3 133
<i>en % du CA</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,0%</i>
Coûts promotionnels	352	481	395	380	400	400
<i>en % du CA</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,0%</i>
Coûts de personnel	6 252	5 213	5 040	5 116	5 192	5 400
<i>Croissance</i>		-16,6%	-3,3%	1,5%	1,5%	4,0%
Coûts facturés par la Holding	582	566	546	598	632	665
<i>en % du CA</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,7%</i>
Frais liés aux locaux (loyers, électricité, etc.) [1]			560	573	587	600
<i>Croissance</i>				2,3%	2,4%	2,2%
Equipements & communication [2]			328	343	359	377
<i>en % du CA</i>			1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Frais commerciaux [3]			887	904	920	935
<i>Croissance</i>				1,9%	1,8%	1,6%
Coûts d'entrepôt [4]			703	715	730	750
<i>Croissance</i>				1,7%	2,1%	2,7%
Aménagement, emballage, prestations externes pour la production [5]			0	0	0	0
<i>en % du CA</i>			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Autres (assurances, banque, poste, etc.) [6]			1 148	1 182	1 214	1 243
<i>en % du CA</i>			3,6%	3,4%	3,3%	3,2%
Autres coûts [1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6]	4 812	4 139	3 626	3 717	3 810	3 905
<i>Croissance</i>		-14,0%	-12,4%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>EBITDA</b>	<b>-318</b>	<b>1 090</b>	<b>1 676</b>	<b>1 909</b>	<b>1 978</b>	<b>2 147</b>
<i>EBITDA / CA</i>	<i>-0,9%</i>	<i>3,3%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,5%</i>
Dotations aux amortissements (y compris les droits de livraison)	424	377	358	400	400	400
<i>DA/CA</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,0%</i>
<i>dont droits de livraison</i>	<i>65</i>	<i>60</i>	<i>65</i>	<i>70</i>	<i>70</i>	<i>70</i>
<b>EBIT</b>		<b>713</b>	<b>1 318</b>	<b>1 509</b>	<b>1 578</b>	<b>1 747</b>
<i>EBIT/CA</i>		<i>2,1%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,5%</i>
<b>BFR moyen</b>	<b>4 792</b>	<b>4 590</b>	<b>4 431</b>	<b>4 848</b>	<b>5 124</b>	<b>5 389</b>
<i>en % du CA</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,8%</i>
Variation du BFR		-202	-159	417	276	265
Investissements nets		-	293	330	330	330

## Annexe 5 : Plan d'affaires de Karibu

en K€	BP Management					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Activité Karibu (exercices clos à fin septembre)</b>						
Chiffre d'affaires avec tiers parties	33 486	32 617	33 857	34 720	34 936	35 848
<i>Croissance</i>		-2,6%	3,8%	2,5%	0,6%	2,6%
Chiffre d'affaires intragroupe	576	542	756	1 575	3 150	3 710
<i>Croissance</i>		-5,9%	39,5%	108,3%	100,0%	17,8%
<b>Chiffres d'affaires ("CA")</b>	<b>34 062</b>	<b>33 159</b>	<b>34 613</b>	<b>36 295</b>	<b>38 086</b>	<b>39 558</b>
<i>Evolution CA</i>		-2,7%	4,4%	4,9%	4,9%	3,9%
<b>COGS</b>	<b>17 395</b>	<b>17 720</b>	<b>18 744</b>	<b>19 582</b>	<b>20 818</b>	<b>21 835</b>
<i>COGS / CA</i>	<i>51,1%</i>	<i>53,4%</i>	<i>54,2%</i>	<i>54,0%</i>	<i>54,7%</i>	<i>55,2%</i>
Coûts variables (transports, commissions sur vente, retours)	4 502	4 429	4 639	4 900	5 111	5 261
<i>en % du CA</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,4%</i>	<i>13,4%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,4%</i>	<i>13,3%</i>
Coûts promotionnels	1 185	1 259	1 132	1 100	1 100	1 100
<i>en % du CA</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,8%</i>
Coûts de personnel	4 154	4 436	4 467	4 718	4 951	5 100
<i>Croissance</i>		6,8%	0,7%	5,6%	4,9%	3,0%
Coûts facturés par la Holding	337	560	583	590	594	609
<i>en % du CA</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,5%</i>
Frais liés aux locaux (loyers, électricité, etc.) [1]			871	901	934	957
<i>Croissance</i>				3,4%	3,7%	2,5%
Equipements & communications [2]			616	685	720	745
<i>en % du CA</i>			1,8%	1,9%	1,9%	1,9%
Frais commerciaux [3]			338	350	367	372
<i>Croissance</i>				3,6%	4,9%	1,4%
Coûts d'entrepôt [4]			0	0	0	0
<i>Croissance</i>						
Aménagement, emballage, prestations externes pour la production [5]			903	988	1 036	1 062
<i>en % du CA</i>			2,6%	2,7%	2,7%	2,7%
Autres (assurances, banque, poste, etc.) [6]			599	633	649	664
<i>en % du CA</i>			1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Autres coûts [1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6]	3 531	3 188	3 327	3 557	3 706	3 800
<i>Croissance</i>		-9,7%	4,4%	6,9%	4,2%	2,5%
<b>EBITDA</b>	<b>2 958</b>	<b>1 567</b>	<b>1 721</b>	<b>1 847</b>	<b>1 806</b>	<b>1 853</b>
<i>EBITDA / CA</i>	<i>8,7%</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,1%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,7%</i>
<b>Dotations aux amortissements</b>	<b>546</b>	<b>549</b>	<b>565</b>	<b>550</b>	<b>550</b>	<b>550</b>
<i>DA/CA</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,4%</i>
<i>dont droits de livraison</i>	<i>330</i>	<i>330</i>	<i>330</i>	<i>330</i>	<i>330</i>	<i>330</i>
<b>EBIT</b>	<b>2 412</b>	<b>1 018</b>	<b>1 156</b>	<b>1 297</b>	<b>1 256</b>	<b>1 303</b>
<i>EBIT/CA</i>	<i>7,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,3%</i>
<b>BFR moyen</b>	<b>4 215</b>	<b>4 103</b>	<b>4 283</b>	<b>4 491</b>	<b>4 713</b>	<b>4 895</b>
<i>en % du CA</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>
Variation du BFR		-112	180	208	222	182
<b>Investissements nets</b>			<b>235</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>220</b>

## Annexe 6 : DCF d'Ubbink

en K€	BP Management						Croissance normative	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Valeur Terminale
<b>Activité Ubbink (exercices clos à fin septembre)</b>								
<b>Chiffres d'affaires ("CA")</b>	<b>34 777</b>	<b>33 308</b>	<b>32 154</b>	<b>35 184</b>	<b>37 188</b>	<b>39 108</b>	<b>39 890</b>	
<i>Evolution CA</i>		-4,2%	-3,5%	9,4%	5,7%	5,2%	2,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>-318</b>	<b>1 090</b>	<b>1 676</b>	<b>1 909</b>	<b>1 978</b>	<b>2 147</b>	<b>2 190</b>	
<i>EBITDA / CA</i>	-0,9%	3,3%	5,2%	5,4%	5,3%	5,5%	5,5%	
<b>Dotations aux amortissements (y compris les droits de livraison)</b>	<b>424</b>	<b>377</b>	<b>358</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>408</b>	
<i>DA/CA</i>	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	
<i>dont droits de livraison</i>	65	60	65	70	70	70	71	
<b>EBIT</b>		<b>713</b>	<b>1 318</b>	<b>1 509</b>	<b>1 578</b>	<b>1 747</b>	<b>1 782</b>	
<i>EBIT/CA</i>		2,1%	4,1%	4,3%	4,2%	4,5%	4,5%	
<b>BFR moyen</b>	<b>4 792</b>	<b>4 590</b>	<b>4 431</b>	<b>4 848</b>	<b>5 124</b>	<b>5 389</b>	<b>5 497</b>	
<i>en % du CA</i>	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	
<i>Variation du BFR</i>		-202	-159	417	276	265	108	
<b>Investissements nets</b>	<b>-633</b>	<b>630</b>	<b>293</b>	<b>330</b>	<b>330</b>	<b>330</b>	<b>330</b>	
<b>FCFF</b>		<b>421</b>	<b>1 141</b>	<b>707</b>	<b>899</b>	<b>1 037</b>	<b>1 226</b>	<b>16 035</b>
<i>Multiple implicite : Valeur Terminale / CA</i>								0,4x
<i>Multiple implicite : Valeur Terminale / EBITDA</i>								7,3x
<i>Multiple implicite : Valeur Terminale / EBIT</i>								9,0x
<i>Prorata du flux</i>	0%	0%	0%	100%	100%	100%	100%	100%
<i>Période d'actualisation (considérant que la moitié du flux est perçue au 30 avril)</i>				0,29	1,08	2,08	3,08	4,08
<i>Coefficient d'actualisation</i>				0,97	0,90	0,82	0,75	0,75
<b>FCFF actualisés</b>				<b>688</b>	<b>813</b>	<b>853</b>	<b>919</b>	<b>12 019</b>
<b>Somme des FCFF actualisés</b>								<b>15 292</b>

## Annexe 7 : DCF de Karibu

en K€	BP Management						Croissance normative	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Valeur Terminale
<b>Activité Karibu (exercices clos à fin septembre)</b>								
<b>Chiffres d'affaires ("CA")</b>	<b>34 062</b>	<b>33 159</b>	<b>34 613</b>	<b>36 295</b>	<b>38 086</b>	<b>39 558</b>	<b>40 349</b>	
<i>Evolution CA</i>		-2,7%	4,4%	4,9%	4,9%	3,9%	2,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>2 958</b>	<b>1 567</b>	<b>1 721</b>	<b>1 847</b>	<b>1 806</b>	<b>1 853</b>	<b>1 890</b>	
<i>EBITDA / CA</i>	8,7%	4,7%	5,0%	5,1%	4,7%	4,7%	4,7%	
<b>Dotations aux amortissements</b>	<b>546</b>	<b>549</b>	<b>565</b>	<b>550</b>	<b>550</b>	<b>550</b>	<b>561</b>	
<i>DA/CA</i>	1,6%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	
<i>dont droits de livraison</i>	330	330	330	330	330	330	337	
<b>EBIT</b>	<b>2 412</b>	<b>1 018</b>	<b>1 156</b>	<b>1 297</b>	<b>1 256</b>	<b>1 303</b>	<b>1 329</b>	
<i>EBIT/CA</i>	7,1%	3,1%	3,3%	3,6%	3,3%	3,3%	3,3%	
<b>BFR moyen</b>	<b>4 215</b>	<b>4 103</b>	<b>4 283</b>	<b>4 491</b>	<b>4 713</b>	<b>4 895</b>	<b>4 993</b>	
<i>en % du CA</i>	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	
<i>Variation du BFR</i>		-112	180	208	222	182	98	
<b>Investissements nets</b>	<b>-633</b>	<b>630</b>	<b>235</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	
<b>FCFF</b>		<b>420</b>	<b>636</b>	<b>707</b>	<b>665</b>	<b>737</b>	<b>844</b>	<b>10 634</b>
<i>Multiple implicite : Valeur Terminale / CA</i>								0,3x
<i>Multiple implicite : Valeur Terminale / EBITDA</i>								5,6x
<i>Multiple implicite : Valeur Terminale / EBIT</i>								8,0x
<i>Prorata du flux</i>	0%	0%	0%	100%	100%	100%	100%	100%
<i>Période d'actualisation (considérant que la moitié du flux est perçue au 30 avril)</i>				0,29	1,08	2,08	3,08	4,08
<i>Coefficient d'actualisation</i>				0,97	0,90	0,82	0,74	0,74
<b>FCFF actualisés</b>				<b>688</b>	<b>599</b>	<b>604</b>	<b>628</b>	<b>7 904</b>
<b>Somme des FCFF actualisés</b>								<b>10 422</b>

#### **4. AVIS DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE OLIN, SOCIETE VISEE PAR L'OFFRE ET LE RETRAIT OBLIGATOIRE**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le Conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 3 octobre 2011, sous la présidence de Monsieur Bernard ROQUES, afin d'examiner le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire présenté à la Société par les sociétés D&P PME IV et EFFI INVEST I agissant de concert, et de rendre un avis motivé sur les conséquences que présente ce projet pour la Société et ses actionnaires.

Monsieur Nicolas URBAIN, Vice-président du Conseil de Surveillance, et Messieurs Franck MATHE représentant la société EFFI INVEST I, Dominique VITOU et Didier CALMELS, membres du Conseil, étaient présents ou représentés.

Assistaient également à la réunion Monsieur Jean-Luc HEYMANS, Président du directoire d'OLIN, Monsieur Georges TOURNIER, Directeur Général et membre du Directoire d'OLIN, ainsi que Messieurs Olivier CLARET et Sami BERHOUMA de la société INVEST SECURITIES, établissement présentateur de l'Offre.

Lors de cette réunion, les documents suivants ont été portés à la connaissance des membres du Conseil de surveillance :

- le projet de note d'information conjointe préparé par la Société et l'Initiateur présentant notamment les caractéristiques, termes et conditions du projet d'offre et la présentation des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre préparé par INVEST SECURITIES, établissement présentateur de l'Offre ;
- l'attestation d'équité en date du 3 octobre 2011 établie par la société SORGEM EVALUATION, représentée par Monsieur Maurice NUSSENBAUM, en sa qualité d'expert indépendant.

Le Conseil de surveillance a notamment pris acte des intentions du Concert en matière de poursuite de la stratégie de la Société et de la conclusion de l'expert indépendant selon laquelle « *le prix de 0,10€ par action Olin SA offert dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Olin SA. Cette conclusion est également applicable dans le cadre du retrait obligatoire* ».

Sur cette base et aux vus des documents présentés, le Conseil de Surveillance a rendu son avis motivé à la majorité des membres présents ou représentés, Monsieur Dominique VITOU s'étant abstenu puis ayant formulé une opinion divergente.

L'extrait du procès verbal de cette réunion concernant l'avis motivé sur l'Offre est reproduit ci-après :« *Le Président présente aux membres du Conseil et aux personnes présentes le rapport établi, en application des dispositions de l'article 261-1 II du Règlement général de l'AMF, par la société SORGEM EVALUATION, en date de ce jour.*

*Après analyse de ce rapport, le Conseil prend acte que l'expert indépendant a émis l'opinion selon laquelle « le prix de 0,10 € par action Olin SA offert dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Olin SA. Cette conclusion est également applicable dans le cadre du retrait obligatoire ».*

*Au vu de l'ensemble des éléments qui précèdent, et après délibération et échanges de vues, le Conseil, à la majorité des membres présents et représentés, Monsieur Dominique VITOU s'abstenant, (i) considère que cette Offre est dans l'intérêt des actionnaires minoritaires en ce qu'elle représente pour ceux-ci une opportunité de*

bénéficiaire d'une liquidité immédiate compte tenues des conditions de marchés actuelles, et (ii) estime que le projet d'Offre correspond à l'intérêt d'OLIN, de ses actionnaires et de ses salariés.

Le Conseil de surveillance décide en conséquence, à la majorité des membres présents et représentés, Monsieur Dominique VITOU s'abstenant :

- d'émettre un avis favorable à l'Offre ;
- de recommander aux actionnaires d'OLIN d'apporter leurs actions à l'Offre, eu égard à l'opportunité qu'elle représente de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions jugées équitables ; et,
- d'inviter les membres du Directoire à apporter leur concours aux suites de l'Offre et à effectuer les démarches nécessaires à son bon déroulement.

Après avoir constaté le résultat du vote, le Président invite les membres du Conseil à faire part de leurs éventuelles observations ou demandes complémentaires relatives à l'ordre du jour.

Monsieur Dominique VITOU prend alors la parole et demande s'il peut exprimer une nouvelle opinion sur l'Offre.

Les membres du Conseil acceptent à l'unanimité et invitent Monsieur Dominique VITOU à s'exprimer.

Celui-ci déclare alors qu'il est finalement contre le projet d'Offre, sans toutefois expliquer ce revirement de position soudain ni justifier les motifs de cette opinion divergente exprimée après le vote.

Les membres du Conseil prennent acte de la nouvelle opinion ainsi exprimée par Monsieur Dominique VITOU.»

## **5. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE**

### **5.1 Pour l'Initiateur**

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

Didier CALMELS  
D&P PME IV

Nicolas URBAIN  
EFFI INVEST I

### **5.2 Pour la Société visée OLIN**

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

Monsieur Jean-Luc HEYMANS  
Président du directoire de OLIN

### **5.3 Établissement Présentateur**

"Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, INVEST SECURITIES, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée".

INVEST SECURITIES  
Représenté par Monsieur Marc-Antoine GUILLEN, Président Directeur Général