

**Note en réponse
de la société Otor S.A.**



**à l'offre publique d'achat simplifiée
portant sur les actions d'Otor S.A.**

initiée par

DS Smith Hêtre Blanc



et présentée par



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'"AMF"), l'AMF a apposé le visa n°10-353 en date du 5 octobre 2010 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Otor S.A. et engage la responsabilité de son signataire.

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 l'approbation de l'opportunité de l'opération, ni l'authentification des éléments comptables et financiers présentés.

En application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Détroyat Associés, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet d'Otor S.A. (www.otor.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais, sur simple demande, auprès de :

Otor S.A.
8, Terrasse Bellini
92800 Puteaux

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Otor S.A. seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, selon les mêmes modalités.

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE OBLIGATOIRE DEPOSEE PAR DS SMITH HÊTRE BLANC SOUS LA FORME D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE	3
1.1	Présentation de l'Offre	3
1.2	Contexte de l'Offre	4
2.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	4
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'OTOR S.A.	26
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	28
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SUR SON ISSUE.....	28
6.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'ISSUE DE L'OFFRE	29
6.1	Structure et répartition du capital d'Otor S.A.....	29
6.2	Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – Clauses de conventions communiquées à Otor S.A. en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	29
6.3	Participations directes ou indirectes dans le capital d'Otor S.A. ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil	29
6.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux	31
6.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	32
6.6	Accords entre actionnaires dont Otor S.A. a eu connaissance	32
6.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts d'Otor S.A.....	32
6.8	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	32
7.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	32

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE OBLIGATOIRE DEPOSEE PAR DS SMITH HÊTRE BLANC SOUS LA FORME D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

1.1 Présentation de l'Offre

Aux termes d'un projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 20 septembre 2010¹, DS Smith Hêtre Blanc, société en nom collectif dont le siège est sis 6, Place de la Madeleine - 75008 Paris, immatriculée sous le numéro 524.438.702 RCS Paris ("**DS Smith Hêtre Blanc**" ou l'"**Initiateur**") s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF, en application de l'article L. 433-5 du Code monétaire et financier² et du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-3 et suivants du Règlement général de l'AMF, à offrir aux actionnaires de la société Otor S.A., société anonyme au capital de 22.167.792 euros divisé en 22.167.792 actions de 1 (un) euro de valeur nominale chacune, dont le siège social est situé 8, Terrasse Bellini - 92800 Puteaux, immatriculée sous le numéro 775.563.356 RCS Nanterre ("**Otor S.A.**" ou la "**Société**") et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché NYSE Alternext Paris (ISIN : FR 0000064438), d'acquérir la totalité de leurs actions Otor S.A. au prix de 8,97 euros par action payable exclusivement en numéraire (l'"**Offre**").

L'Offre présentée par BNP-Paribas, qui en garantit le caractère irrévocable, porte sur un maximum de 1.085.741 actions Otor S.A. à la date des présentes, soit l'ensemble des actions non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exception des actions auto-détenues qui ne sont pas visées par l'Offre.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre titre financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément à l'article 233-1 du Règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE Euronext publieront respectivement un avis d'ouverture et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Il est précisé que conformément aux articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire des actions Otor S.A. qu'il ne détiendrait pas encore moyennant une indemnisation par action Otor S.A. de 8,97 euros. A cette fin et conformément à l'article 261-1-II du Règlement général de l'AMF, Otor S.A. a désigné le cabinet Détroyat Associés représenté par Monsieur Philippe Leroy en tant qu'expert indépendant aux fins d'émettre un avis sur les conditions et modalités financières de l'Offre, suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire.

Par ailleurs, l'Initiateur se réserve le droit de demander à NYSE Euronext Paris la radiation des actions Otor S.A. du marché Alternext Paris. Alternext Paris ne pourra accepter cette demande que si la liquidité des actions Otor S.A. était fortement réduite de telle sorte que cette radiation soit dans l'intérêt du marché.

¹ Cf. Décision et Information de l'AMF n° 210C0927.

² L'article L. 433-5 du Code monétaire et financier dispose :

« Les articles L. 433-1 à L. 433-4 sont applicables aux sociétés dont les instruments financiers ont cessé d'être admis aux négociations sur un marché réglementé pour être admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations pendant une durée de trois ans à compter de la date à laquelle ces instruments financiers ont cessé d'être admis aux négociations sur un marché réglementé.

L'alinéa précédent est applicable aux sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à un milliard d'euros. »

En particulier, l'article L. 433-3 du Code monétaire et financier concerne l'obligation de déposer un projet d'offre publique et l'article L. 433-4 du même code est relatif notamment à la faculté de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire selon laquelle « à l'issue de toute offre publique et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ne

L'Initiateur est une filiale détenue indirectement à 100% par la société DS Smith Plc., société de droit anglais dont le siège social est sis au Royaume-Uni à Beech House, Whitebrook Park, 68 Lower Cookham Road, Maidenhead, Berkshire SL6 8XY, et dont les actions sont admises aux négociations sur London Stock Exchange ("**DS Smith**").

La participation à l'Offre et la diffusion du présent document peuvent faire l'objet de restrictions légales hors de France. Ces restrictions sont décrites de manière plus détaillée à la section 2.5 du projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 20 septembre 2010.

1.2 Contexte de l'Offre

L'Offre fait suite à l'acquisition le 1^{er} septembre 2010 par l'Initiateur (l'"**Acquisition**") de

- (i) 175.012.031 actions d'Otor Finance, société anonyme au capital de 35.002.406,20 euros, dont le siège social est sis en France au 8, Terrasse Bellini - 92800 Puteaux, immatriculée sous le numéro B.401.633.664 RCS Nanterre, représentant la totalité des actions composant le capital de cette société. Otor Finance détient 17.765.765 actions et 35.531.530 droits de vote d'Otor S.A. représentant 80,14% du capital et 88,87% des droits de vote de cette dernière. Le prix versé par l'Initiateur pour l'acquisition des 175.012.031 actions d'Otor Finance fait ressortir par transparence un prix d'achat par action Otor S.A. de 8,97 euros ; et
- (ii) 3.293.312 actions Otor S.A., soit 14,86% du capital représentant 8,24% des droits de vote, pour un prix par action Otor S.A. égal à 8,97 euros.

Otor Finance détenant une participation supérieure au tiers du capital et des droits de vote d'Otor S.A. (cf. paragraphe (i) ci-dessus), et cette participation constituant une part essentielle de ses actifs, l'Initiateur est tenu, en application des articles L. 433-3 et L. 433-5 du Code monétaire et financier et de l'article 234-3 du Règlement général de l'AMF, de déposer une offre publique visant la totalité du capital d'Otor S.A.

Post Acquisition, l'Initiateur détient à titre direct et indirect 21.059.077 actions Otor S.A. et 38.824.842 droits de vote, représentant 94,99% du capital et 97,11% des droits de vote. En ajoutant les actions auto-détenues par Otor S.A., soit 22.974 actions, lesquelles ne sont pas visées par l'Offre, ce total s'élève à 21.082.051 actions Otor S.A., soit 95,10% du capital et 97,11% des droits de vote, de sorte que les actionnaires minoritaires représentent moins de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

2. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, Otor S.A. a procédé le 1^{er} septembre 2010 à la désignation de Monsieur Philippe Leroy du cabinet Détrouyat Associés en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et de l'éventuel retrait obligatoire.

représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote, sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, et les détenteurs indemnisés ».

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet Détroyat Associés représenté par Monsieur Philippe Leroy a rendu le rapport suivant :

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ OTOR

RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE

Détroyat Associés S.A.

(Articles 261-1 à 262-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers)

En application de l'article L. 433-5 du code monétaire et financier et des articles 233-1 et 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** »), DS Smith Hêtre Blanc⁽³⁾, société en nom collectif au capital de 90 000 000 €, dont le siège social est situé 6, place de la Madeleine, 75008 Paris (ci-après conjointement avec DS Smith Plc et ses filiales « **DS Smith** » ou l'« **Initiateur** ») s'est engagé à offrir aux actionnaires de la société Otor SA, société anonyme au capital de 22 167 792 € dont le siège social est situé 8, Terrasse Bellini, 92800 Puteaux (ci-après « **Otor** » ou la « **Société** » et, conjointement avec ses filiales et participations, le « **Groupe** ») d'acquérir la totalité de leurs actions au prix unitaire de 8,97 € dans le cadre du présent projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **Offre** »). Ce projet prévoit, conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, qu'une procédure de retrait obligatoire (ci-après le « **Retrait Obligatoire** ») soit mise en œuvre à l'issue de l'Offre.

Otor est l'un des principaux intervenants dans le secteur de l'emballage en carton ondulé en France. Le Groupe a été créé en 1989 à l'occasion du rapprochement de plusieurs papeteries et cartonneries, et s'est développé, jusqu'en 2005, essentiellement par des acquisitions et par la création de nouvelles unités de production de carton. Entré au capital de la Société à hauteur de 21,26% en mai 2000, le groupe Carlyle en a pris le contrôle en juin 2005 par conversion d'obligations convertibles acquises en 2000.

Otor a été introduit en juin 1998 au Second Marché de la Bourse de Paris. Depuis le 28 mai 2010, la Société est cotée sur NYSE Alternext Paris (titres transférés du compartiment C d'Eurolist Euronext Paris).

Le capital d'Otor est constitué de 22 167 792 actions, toutes de même catégorie et intégralement libérées. Les actions détenues depuis plus de 4 ans par un même actionnaire sous la forme nominative bénéficient d'un droit de vote double. La Société détient en propre 22 974 actions représentant 0,10% du capital.

DS Smith est un groupe international spécialisé dans l'emballage et la vente en gros de fournitures de bureau ; il est coté sur le London Stock Exchange et a une capitalisation boursière de 646 M£ au 14 septembre 2010.

Le 1^{er} septembre 2010, DS Smith a acquis (i) l'intégralité du capital de la société Otor Finance⁽⁴⁾ auprès des sociétés Packaging Investment I⁽⁵⁾, Packaging Investment II⁽⁶⁾ et LCL, (ii) 3 239 091 actions Otor (représentant 14,61% du capital et 8,10% des droits de vote) auprès des sociétés Packaging Investment I et Packaging Investment II, et (iii) 54 221 actions Otor (représentant 0,25% du capital et 0,14% des droits de vote) auprès du management de la Société.

A l'issue de l'Acquisition, DS Smith détient ainsi directement et indirectement 21 059 077 actions Otor représentant 94,99% du capital et 97,11% des droits de vote de la Société (après neutralisation des droits de vote attachés aux actions auto-détenues) :

⁽³⁾ Société contrôlée par la société de droit anglais DS Smith Plc.

⁽⁴⁾ Otor Finance détient 17 765 765 actions Otor représentant 80,14% du capital et 88,87% des droits de vote de la Société.

⁽⁵⁾ Société contrôlée par le groupe Carlyle.

⁽⁶⁾ Société contrôlée par le groupe Carlyle.

- 3 293 312 actions Otor représentant 14,86% du capital et 8,24% des droits de vote de la Société sont détenues directement ;
- 17 765 765 actions Otor représentant 80,14% du capital et 88,87% des droits de vote de la Société sont détenues indirectement à travers Otor Finance que l'Initiateur contrôle à 100%.

En ajoutant les actions auto-détenues par Otor, l'Initiateur détient directement et indirectement 95,10% du capital de la Société.

Ces niveaux de participations en capital et en droits de vote permettent à DS Smith d'initier la présente Offre suivie du Retrait Obligatoire, dans le cadre de laquelle l'Initiateur s'engage à acquérir au prix de 8,97 € par action la totalité des actions Otor non détenues par lui, soit 1 085 741 actions (hors actions auto-détenues) représentant 4,90% du capital de la Société.

L'intervention de Détroyat Associés en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre a fait l'objet d'une lettre de mission signée par le Directeur général d'Otor le 5 août 2010. Notre désignation a été confirmée par le Conseil d'administration de la Société réuni le 1^{er} septembre 2010.

Détroyat Associés intervient en application de l'article 261-1 alinéas I et II du règlement général de l'AMF. Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») est établi à la fois au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du Conseil d'administration d'Otor – le conseil d'administration de la Société étant composé depuis le 1er septembre 2010 de représentants de DS Smith, Initiateur de l'Offre (article 261-1-I, alinéa 1) – et dans la perspective du Retrait Obligatoire. Il nous est ainsi demandé de nous prononcer sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires, y compris dans la perspective d'une indemnisation des actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre.

I. Contexte et motifs de l'Offre

Le projet d'Offre, dont l'examen des conditions financières fait l'objet du présent Rapport, est déposé en application des dispositions du règlement général de l'AMF et notamment des articles 234-2 – sur les dépôts obligatoires d'un projet d'offre publique – et 233-1 – sur la procédure simplifiée d'offre publique –, à la suite de l'acquisition par DS Smith le 1^{er} septembre 2010 de 94,99% du capital et 97,11% des droits de vote d'Otor auprès du groupe Carlyle, de LCL et du management de la Société.

II. Présentation de Détroyat Associés

Créée en 1968, Détroyat Associés est une société indépendante, spécialisée dans l'analyse financière et l'évaluation d'entreprise. Elle conduit des missions de conseil et d'expertise indépendante en finance d'entreprise dans de nombreux secteurs d'activités, pour le compte de sociétés cotées ou non cotées. Elle est établie sous forme de société anonyme dont le siège social est situé 5, avenue Matignon à Paris 8°. Son capital est intégralement détenu par ses associés.

Détroyat Associés dispose de bases de données de marché propriétaires, régulièrement mises à jour et commercialisées par abonnement. Ses bases de données recouvrent notamment la détermination de primes de risque Actions sur plusieurs indices boursiers européens.

Depuis 1994, les autorités de marché françaises ont formalisé les procédures de retrait de la cote des sociétés et rendu obligatoire l'intervention d'un expert indépendant pour attester du caractère équitable des conditions d'indemnisation des actionnaires. Avec plus d'une centaine d'expertises réalisées depuis cette date, Détroyat Associés s'est imposé comme l'un des premiers intervenants de ce marché qui a été élargi par les évolutions successives de la réglementation boursière sur l'expertise indépendante et le recours croissant des entreprises aux missions de cette nature.

La liste des missions d'expertise indépendante dans le cadre d'offres publiques conduites depuis vingt-quatre mois par Détroyat Associés figure en annexe du présent Rapport.

III. Attestation d'indépendance

Détroyat Associés n'entretient aucun lien juridique, capitalistique ou économique avec les sociétés concernées par l'Offre (société cible, Initiateur et actionnaires de l'Initiateur).

Le conseil financier intervenant dans le cadre de l'Offre pour le compte de DS Smith est JP Morgan Cazenove, BNP Paribas Corporate & Investment Banking intervenant en tant que banque présentatrice et garante de l'Offre.

Détroyat Associés ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'Instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de nous avec Otor, DS Smith et ses actionnaires, leurs conseils financiers, susceptibles d'affecter notre indépendance ou l'objectivité de notre jugement dans le cadre de la présente mission.

IV. Diligences effectuées par Détroyat Associés

La mission d'expertise indépendante confiée à Détroyat Associés a été conduite sous la responsabilité de Philippe Leroy, Associé, assisté de deux analystes financiers. Une revue indépendante des travaux a été réalisée par Emmanuel Dayan, Associé. L'expérience et la qualification professionnelle des différents intervenants ayant participé à la mission sont présentées en annexe B du présent Rapport.

Les diligences conduites depuis notre désignation le 1^{er} septembre 2010 par le conseil d'administration ont eu pour objet d'appréhender le contexte de l'Offre et d'apprécier les conditions financières proposées aux actionnaires minoritaires par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

Nous avons pour cela participé à des réunions de travail à Paris ainsi qu'à des conférences téléphoniques avec des dirigeants d'Otor titulaires des fonctions suivantes :

- Directeur Général
- Directeur Juridique
- Directeur Administratif et Financier
- Directeur Développement & Marketing

Nous avons également rencontré le conseil financier de l'Initiateur (BNP Paribas Corporate & Investment Banking) et son conseil juridique (Allen & Overy). La liste détaillée des personnes rencontrées dans le cadre de cette mission figure en annexe C du présent Rapport.

Les échanges conduits avec nos interlocuteurs ont porté notamment sur (i) l'activité du Groupe et son positionnement concurrentiel, (ii) les comptes semestriels consolidés d'Otor clos le 30 juin 2010, (iii) les données financières prévisionnelles et leurs hypothèses sous-jacentes, (iv) l'évolution anticipée des marchés concernés et de l'environnement concurrentiel, et (v) les facteurs de risque susceptibles d'affecter les performances attendues.

Dans le cadre de l'exécution de notre mission, nous avons examiné différents documents et éléments d'information communiqués par la Société à notre demande ou en réponse à nos questions et dont la liste figure en annexe du présent Rapport.

Nous avons notamment procédé à une revue des contrats d'acquisition et de leurs avenants signés par DS Smith dans le cadre de sa prise de contrôle de la Société et nous n'avons identifié aucun élément connexe pouvant s'apparenter à un complément de prix, ou susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires.

Nous avons eu accès à un plan d'affaires détaillé, établi par DS Smith, et couvrant une période de quatre ans et demi, jusqu'au 31 décembre 2014 (ci-après le « **Plan d'Affaires** »).

Le Plan d'Affaires a été intégré dans nos travaux de modélisation en y apportant des ajustements mineurs en accord avec nos interlocuteurs, ceux-ci ont eu un impact de moins de 0,5% sur la somme des flux de trésorerie cumulés de la période 2010-2014.

Enfin, nos échanges avec les responsables financiers de la Société ont également porté sur l'appréciation des éléments d'actifs et de passifs, en date du 30 juin 2009, susceptibles d'être ajoutés ou soustraits à la valeur de l'actif économique de la Société dans la détermination de la valeur des titres Otor.

Cependant, nous n'avons effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de la Société et de ses filiales et participations. Nous n'avons pas disposé d'évaluation indépendante des actifs ou des passifs d'Otor. Nous n'avons effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont Otor fait ou pourrait faire l'objet.

De manière générale, nous avons tenu pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui nous ont été communiqués ou auxquels nous avons eu accès sans que nous puissions encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations.

Nous avons par ailleurs :

- ▶ analysé les performances financières et boursières historiques de sociétés cotées que nous avons jugées comparables à Otor et examiné les anticipations financières des analystes sur ces sociétés ;
- ▶ examiné des informations à la disposition du public sur certaines transactions associant des sociétés dont l'activité peut être considérée, à certains égards, comme similaire à celle d'Otor ;
- ▶ revu tout autre document et conduit toute autre étude, analyse ou investigation qui nous ont semblé appropriés.

Le détail des diligences effectuées par Détroyat Associés est présenté en annexe E du présent Rapport.

V. Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation des termes de l'Offre

Nous n'avons pas eu connaissance d'accords auxquels l'Initiateur serait partie et qui pourraient avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre.

VI. Activité d'Otor

Avec une part de marché de 14%, Otor est un des premiers intervenants sur le marché français de la production d'emballages en carton ondulé. Le groupe est intégré dans les activités amont et aval, et s'organise autour de trois pôles distincts :

▶ Papiers recyclés pour carton ondulé

Otor dispose de deux papeteries (Picardie et Nantes) d'une capacité de production annuelle totale de 130 000 tonnes. Ces papeteries, dont la production est essentiellement destinée aux cartonneries Otor et qui assurent environ un tiers des besoins en papier du Groupe, fournissent des bobines de papier recyclé, matière première pour la fabrication de carton ondulé.

Le Groupe utilise quasiment exclusivement des fibres recyclés et propose deux gammes de papier pour ondulé (papier blanc et papier brun) en privilégiant le développement de papiers légers pour limiter le poids des emballages.

► Emballages en carton ondulé

Otor exploite six cartonneries (Velin, Picardie, Normandie, Godard, Dauphiné et Bretagne) qui couvrent l'ensemble du territoire français et représentent une capacité annuelle totale de 450 000 tonnes, ainsi que deux usines de cartonnage dédiées à la fabrication de petites séries (Rennes et Cabourg) et une usine spécialisée dans l'emballage de vins et spiritueux (Euis Cognac).

Le Groupe propose une large gamme d'emballages : caisses, plateaux et barquettes, emballages industriels, prêt à vendre, caisses américaines, etc.

Otor est spécialisé dans la pré-impression qui consiste à imprimer le papier de couverture avant de le coller sur la cannelure plutôt que d'imprimer le carton à l'état de produit fini.

► Machines de mise en volume d'emballages

A travers sa filiale Otor Systems basée à Dijon, Otor conçoit et fabrique des machines destinées à la mise en volume des emballages en carton ondulé chez le client, selon le principe d'enrobage des découpes autour d'un mandrin.

L'usine de Dijon possède une capacité annuelle de production de 100 machines.

Le Groupe est spécialisé sur le marché des produits de grande consommation qui représente environ 80% de son chiffre d'affaires.

La clientèle d'Otor est peu concentrée et la Société compte parmi ses clients les principaux groupes agro-alimentaires.

La Société a dépensé en moyenne 3,7 M€ de frais de recherche et développement sur les trois derniers exercices (2007, 2008 et 2009) afin de maintenir une offre innovante.

Les innovations apportées par le Groupe sur ses produits sont protégées par un portefeuille de 55 brevets.

VII. Travaux d'évaluation

L'évaluation de la Société est réalisée au 30 juin 2010, date d'échéance du premier semestre de l'exercice 2010.

Afin d'établir une fourchette d'évaluation par action Otor, nous avons mis en œuvre une approche multicritères sur une base « stand-alone », c'est-à-dire avant prise en compte des synergies anticipées dans le rapprochement des activités d'Otor avec celles de DS Smith, qui intègre les méthodes d'évaluation suivantes :

- (i) une approche intrinsèque par actualisation des flux futurs de trésorerie du Groupe (la « **Méthode DCF** ») ;
- (ii) une approche analogique par référence à l'appréciation boursière de sociétés cotées dont l'activité est jugée comparable à celle d'Otor (la « **Méthode des comparables boursiers** ») ;
- (iii) une approche analogique par référence aux données financières d'opérations publiques sur le capital de sociétés ayant une activité jugée comparable à celle d'Otor (la « **Méthode des transactions comparables** »).

Par ailleurs, nous avons complété ces travaux par une analyse et une évaluation des synergies communiquées par l'Initiateur dans le cadre de sa prise de contrôle du groupe Otor.

Enfin, nous avons complété notre analyse en prenant en compte, à titre de références d'évaluation :

- ▶ l'actif net consolidé part du groupe de la Société au 30 juin 2010 ;
- ▶ les volumes de titres échangés sur les douze derniers mois et l'historique de cours de l'action Otor jusqu'au jour de négociation précédant l'annonce de discussions exclusives entre DS Smith et le groupe Carlyle pour l'acquisition de la majorité du capital de la Société et précisant l'intention de lancer une offre de retrait obligatoire ;
- ▶ les conditions d'acquisition par l'Initiateur, en juillet 2010, d'un bloc majoritaire représentant 94,99% du capital d'Otor auprès du groupe Carlyle, LCL et du management de la Société.

VII.a. Méthodes écartées

VII.a.1. L'actualisation de dividendes futurs

Les flux de dividendes dépendent des résultats de la Société et de la politique de distribution adoptée. Ils ne permettent pas d'appréhender directement la capacité de la Société à générer les flux futurs de trésorerie à l'origine de la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires. De plus, Otor n'a procédé à aucune distribution de dividende au titre des exercices 2007, 2008 et 2009. Seule une distribution exceptionnelle de 11,1 M€ a été réalisée au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2008.

VII.a.2. L'actif net réévalué

La détermination d'une valeur d'actif net réévalué nécessite d'apprécier séparément la valeur des différents actifs inscrits au bilan de l'entreprise et de déduire du total ainsi obtenu la somme des passifs exigibles réévalués. C'est une méthode adaptée à des groupes diversifiés pour lesquels les données financières prévisionnelles ne peuvent être analysées directement – par exemple parce qu'elles recouvrent des activités très distinctes – ou à des entreprises qui possèdent des actifs dont la valeur n'est pas reflétée dans les flux d'exploitation (ex : actifs immobiliers hors exploitation ou pouvant être cédés et reloués). Dans le cas d'Otor, la valeur de l'ensemble des actifs nous paraît pouvoir être appréhendée par leur contribution à la rentabilité d'exploitation anticipée.

VII.a.3. Les objectifs de cours des analystes

Compte tenu de la taille du flottant et de la liquidité du titre Otor, aucun analyste ne publie de recommandation ni d'objectif de cours sur la Société.

VII.b. Méthode DCF

Nous avons conduit une analyse DCF à partir du Plan d'Affaires communiqué par DS Smith⁽⁷⁾, qui recouvre l'exercice en cours et les quatre suivants jusqu'au 31 décembre 2014. Comme indiqué en section IV, ces anticipations ont donné lieu à certains ajustements mineurs suite à une analyse approfondie réalisée avec le management de la Société.

Les hypothèses clés retenues pour établir les données financières prospectives sont présentées ci-après.

⁽⁷⁾ La Société nous a précisé qu'elle ne disposait pas de prévisions financières préalablement à sa cession

VII.b.1. Principales hypothèses des données prévisionnelles

Les données financières prévisionnelles sont établies sur la base du périmètre d'activité existant au 30 juin 2010 sans prise en compte d'éventuelles opérations futures de croissance externe.

Le prix des matières premières utilisées dans la fabrication d'emballages en carton ondulé présente une forte volatilité avec des effets de cycles. La valeur d'achat des matières premières représente plus de 40% du chiffre d'affaires et les variations de cours sont répercutées sur les prix de vente avec un décalage d'environ 6 mois.

Compte tenu de cette cyclicité, le Plan d'Affaires a été établi sur la période 2010-2014 sur la base d'hypothèses de prix de vente et de prix d'achat normatifs atteints dès 2011 et calculés sur la base des 10 dernières années afin de tenir compte des deux derniers cycles observés.

Pour chacun des trois principaux centres de profits – Cartonneries, Papeterie de Picardie et Papeterie de Nantes – le Plan d'Affaires intègre des prévisions de chiffre d'affaires, de charges d'exploitation et d'excédent brut d'exploitation (avant frais de siège et coûts centraux qui font l'objet de prévisions au niveau de l'ensemble du Groupe). Ces prévisions financières sont ensuite consolidées avec les anticipations d'excédent brut d'exploitation (EBE) des autres activités du groupe (construction mécanique et cartonnage pour étuis de luxe essentiellement).

Les principales hypothèses retenues par centre de profits sur la période 2010-2014 sont indiquées ci-après.

Cartonneries

- ▶ Augmentation du prix de vente du carton ondulé de 2,7% en 2010 et 3,1% en 2011 après une diminution de 9,6% constatée en 2009 ; prix de vente stable à compter de 2011 ;
- ▶ Croissance moyenne annuelle des volumes vendus de 1,1% de 2010 à 2014 ;
- ▶ Augmentation du prix d'achat du papier pour ondulé de 28,6% en 2010 et 1,9% en 2011 après une diminution de 27,6% constatée en 2009 ; prix d'achat stable à compter de 2011.

Papeterie de Picardie

- ▶ Augmentation du prix de vente du papier pour ondulé de 35,1% en 2010 et 3,7% en 2011 après une diminution de 30,7% constatée en 2009 ; prix de vente stable à compter de 2011 ;
- ▶ Relative stabilité des volumes vendus ;
- ▶ Augmentation du coût du papier de 90,4% en 2010 et 1,7% en 2011 après une diminution de 10,7% et 34,0% constatée respectivement en 2008 et 2009 ; prix d'achat stable à compter de 2011.

Papeterie de Nantes

- ▶ Augmentation du prix de vente du papier pour ondulé de 8,9% en 2010 et 4,1% en 2011 après une diminution de 15,9% constatée en 2009 ; prix de vente stable à compter de 2011 ;
- ▶ Relative stabilité des volumes vendus ;
- ▶ Augmentation du coût du papier de 21,0% en 2010 et 9,1% en 2011 après une diminution de 22,8% en 2009 ; prix d'achat stable à compter de 2011.

Autres activités

- ▶ Contribution stable à l'excédent brut d'exploitation consolidé à hauteur de 0,9 M€ par an.

Les frais de siège et coûts centraux représentent en moyenne 4,0% du chiffre d'affaires consolidé sur la durée du Plan d'Affaires.

Les hypothèses d'investissement ont été déterminées sur la base d'un montant normatif de 16 M€ à compter de 2014 et d'un montant annuel de 22 M€ sur la période 2011-2013 (investissements complémentaires relatifs à des machines de pré-impression et de découpe à plat, selon la politique de constamment maintenir l'outil productif à niveau).

Le besoin en fonds de roulement a été maintenu constant sur l'ensemble de la période 2010-2014, soit à un niveau normatif représentant 30 jours de chiffre d'affaires.

VII.b.2. Taux de croissance retenus au terme de la période 2010-2014

Compte tenu de l'approche retenue pour établir le Plan d'Affaires qui vise à déterminer des hypothèses de prix, de coûts, de niveaux d'investissement et de BFR normatifs, nous n'avons pas jugé pertinent de prolonger le Plan d'Affaires au-delà de 2014. En effet, les flux de trésorerie calculés sur la période 2011-2014 reflètent déjà un niveau d'activité moyen qui prend notamment en compte la cyclicité du secteur du papier et du carton ondulé.

La mise en œuvre de la Méthode DCF nécessite néanmoins de déterminer un flux de trésorerie normatif à l'issue de la période prévisionnelle et de lui associer un taux de croissance « à l'infini » cohérent avec le rythme de croissance nominale à long terme anticipé sur le secteur d'activité de la Société.

Le flux normatif est calculé sur la base d'une marge d'excédent brut d'exploitation identique à celle constatée en 2014 et en ligne avec celle retenue sur l'ensemble de la période 2010-2014. Il reflète également la convergence relative à long terme des montants d'investissements et de dotations aux amortissements.

Le taux de croissance à l'infini retenu de 1,0% permet de déterminer une valeur terminale à fin juin 2014 par la formule de Gordon-Shapiro. Ce taux de croissance reflète une légère augmentation en volume du marché (marché stable en tonnage, mais en augmentation par le nombre d'emballages produits) dans un environnement concurrentiel important impliquant une pression sur les prix.

VII.b.3. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu est le coût moyen pondéré du capital qui ressort à 8,19% avec les paramètres indiqués ci-après :

- ▶ un taux sans risque correspondant au taux d'emprunt de l'Etat français à 10 ans (OAT) de 2,85% (moyenne 3 mois au 14 septembre 2010 - source : Bloomberg) ;
- ▶ un bêta de l'actif économique (bêta désendetté) de 0,67 déterminé à partir des bêtas historiques observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables sur une période de deux ans, relevés par semaine (source : Bloomberg) et qui ont été corrigés des effets liés à la structure financière des entreprises. Le bêta de l'actif économique est ensuite ajusté afin de refléter la structure financière cible de la Société ;
- ▶ une prime de risque prospective de 8,08% correspondant à la moyenne des primes de risque déterminées à fin juin 2010, fin juillet 2010 et fin août 2010 sur l'ensemble des sociétés composant l'indice SBF 120 (source : Détröyat Associés – Produit d'Analyse de Risques) ;
- ▶ une structure financière cible de 25% calculée sur la base de l'endettement financier net d'Otor au 30 juin 2010 et de la valeur de marché des fonds propres de la Société ; ce ratio est

significativement inférieur à celui constaté pour la plupart des sociétés cotées comparables (96% en moyenne) ;

- un coût de la dette financière nette de 6,5%⁽⁸⁾ avant impôt ;
- un taux d'impôt théorique sur les sociétés de 34,43% ;
- un coût des fonds propres établi avec les paramètres ci-dessus de 9,17%.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au 30 juin 2010, à mi-année.

VII.b.4. Eléments de passage de la valeur de l'actif économique à la valeur des fonds propres

La Méthode DCF permet de déterminer une valeur d'entreprise (ou valeur d'actif économique) d'Otor au 30 juin 2010. La part de cette valeur qui peut être considérée comme revenant aux actionnaires de la Société est estimée en déduisant de la valeur d'entreprise (i) l'ensemble des engagements portés par les établissements de crédit nets de la trésorerie et des valeurs mobilières de placement, (ii) la valeur de la participation des actionnaires ayant un intérêt minoritaire dans certaines filiales du Groupe consolidées globalement, (iii) les provisions inscrites au bilan dont le décaissement futur est considéré comme certain et qui n'ont pas été prises en compte dans le calcul des flux de trésorerie, (iv) d'autres éléments hors exploitation (dettes exigibles nettes d'autres actifs liquides) inscrits dans les comptes consolidés de la Société au 30 juin 2010.

Les montants retenus pour ces éléments au 30 juin 2010 sont les suivants :

- Endettement financier net ⁽⁹⁾	43,3 M€
- Ajustement du BFR au 30 juin 2010	- 3,0 M€
- Provisions à caractère de dette, nettes de l'impact de la déductibilité fiscale des charges correspondantes	8,7 M€
- Intérêts minoritaires	- 0,0 M€
- Autres dettes exigibles, nettes d'autres actifs liquides hors exploitation	- 7,9 M€
Total à déduire de la valeur de l'actif économique	41,1 M€

Ces éléments représentent un montant total de 41,1 M€, qui est retenu en déduction de la valeur de l'actif économique dans l'appréciation de la valeur des fonds propres d'Otor.

Nombre d'actions : Il n'existe pas de stock-option ou d'autres instruments de nature dilutive. Le capital social est constitué de 22 167 792 actions, y compris les 22 974 actions détenues en autocontrôle par Otor et considérées apportées à l'Offre.

VII.b.5. Résultats de la méthode DCF

L'analyse DCF conduite permet de déterminer une valeur d'actif économique total de 218,7 M€.

Après déduction des engagements détaillés à la section VII.b.4, la valeur des capitaux propres d'Otor ressort à 177,6 M€, soit 8,01 € par action.

Une diminution de 0,25% du taux de croissance à l'infini associée à une augmentation de 0,25% du taux d'actualisation conduirait à une valeur de 7,48 € par action (-6,6%).

⁽⁸⁾ Coût estimé à partir des conditions de financement actuelles du Groupe sur la base des comptes consolidés au 30 juin 2010.

⁽⁹⁾ Dont dépôts versés au factor (2,8 M€), FCP bloqués au titre de la garantie de passif de la cession en 2008 d'Otor Papeterie de Rouen et Otor Cartonnerie de Rouen (8,2 M€), comptes de réserve factor (2,8M€).

Une augmentation de 0,25% du taux de croissance à l'infini associée à une diminution de 0,25% du taux d'actualisation conduirait à une valeur de 8,62 € par action (+7,6%).

Nous retenons les valeurs correspondant à ces sensibilités de $\pm 0,25\%$ sur le taux d'actualisation et sur le taux de croissance à l'infini comme bornes de notre fourchette d'évaluation des capitaux propres par la méthode DCF, soit une fourchette comprise entre 7,48 € et 8,62 € par action Otor.

VII.c. Méthode des comparables boursiers

En complément de la méthode DCF, nous avons mis en œuvre la Méthode des comparables boursiers dont le principe est d'appliquer à certains agrégats comptables prévisionnels les multiples boursiers observés sur les mêmes agrégats d'un échantillon de sociétés cotées intervenant dans le même secteur d'activité et comparables à la société à évaluer.

Cette méthode nécessite de disposer de prévisions d'analystes financiers sur les titres des sociétés jugées comparables. De ce fait, nous n'avons pas pu retenir dans notre analyse le groupe VPK Packaging dont l'activité est similaire à celle d'Otor.

Les principales sociétés actives dans le domaine du carton ondulé en France et en Europe ne sont pas cotées, qu'il s'agisse de Rossmann (France), Emin Leydier (France), Gondardennes (France), SAICA (Espagne), Seyfert (Allemagne) ou de Palm (Allemagne) ; elles n'ont donc pas pu être retenues dans notre analyse.

Après une analyse détaillée du secteur de l'emballage en carton ondulé, nous avons sélectionné quatre sociétés européennes cotées comparables dont les caractéristiques principales sont rappelées ci-après :

Société (Place de cotation)	Capitalisation (M€ au 14/09/10)	Chiffre d'affaires (Dernier exercice)	Activités
Smurfit Kappa (Dublin)	1 619 M€	6057 M€ (12/2009)	<u>Ondulé</u> : N°1 en Europe <u>Divisions</u> : - Emballage Europe : 69% du CA (fabrication de papier pour carton à base de fibres vierges ou recyclées et d'emballages en carton ondulé) - Emballages spéciaux Europe : 14% du CA (production d'emballages en carton, de sacs en papier et de cartons graphiques) - Amérique Latine : 14% du CA (fabrication de cartonnages pliants, de papiers et de produits en ondulé en Amérique Latine) <u>Secteurs</u> : les produits de grande consommation (PGC ci-après) pour environ 60% du CA <u>Répartition géographique</u> : 16% du CA en France, 83% en Europe et 17% en Amérique latine

Mondi (Londres)	2 768 M€	5 257 M€ (12/2009)	<u>Ondulé</u> : 26% du CA 09 <u>Divisions</u> : - Papiers de bureau : 32% du CA - Emballages : 27% du CA (papiers et emballages en carton ondulé) - Sacs et spécialités : 32% du CA (papier kraft, sacs en papier kraft, adhésifs, etc) - Papiers pour la presse : 9% du CA <u>Répartition géographique</u> : 44% du CA en Europe de l'Ouest, 21% en Europe de l'est et 12% en Afrique du sud
Société (Place de cotation)	Capitalisation (M€ au 14/09/10)	Chiffre d'affaires (Dernier exercice)	Activités
DS Smith (Londres)	704 M€	2 495 M€ (04/2010)	<u>Ondulé</u> : 60% du CA 09 <u>Divisions</u> : - Papier et emballages en carton ondulé : 55% du CA - Fournitures et matériels de bureau : 34% du CA - Emballages plastiques : 11% du CA <u>Secteurs</u> : PCG, 50% du CA <u>Répartition géographique</u> : 56% du CA en Grande Bretagne et 36% du CA en Europe de l'ouest
Europac (Madrid)	264 M€	434 M€ (12/2009)	<u>Ondulé</u> : 86% du CA 09 <u>Divisions</u> : - Papier kraft : 25% du CA - Papier recyclé : 25% du CA - Energie : 13% du CA - Cartons et boîtes en carton ondulé : 36% du CA <u>Répartition géographique</u> : 31% du CA en France, 29% en Espagne et 23% au Portugal

Les sociétés suivantes ont été écartées de notre échantillon :

- Svenska Cellulosa Aktiebolaget (*Suède ; 8 002 M€ de capitalisation boursière au 17 septembre 2010*), en raison de sa taille et de la part réduite que représente l'activité de carton ondulé dans son portefeuille d'activité (25% du CA 09). SCA est également beaucoup plus diversifié, notamment sur le marché de l'hygiène à destination du grand public (papier-toilette, mouchoirs, couche-bébés, etc.) ;
- VPK Packaging (*Belgique, 261 M€*), société pour laquelle aucune donnée financière prévisionnelle n'est disponible ;

- Billerud (*Suède, 558 M€*), compte tenu de la part réduite que représente l'activité de carton ondulé dans son portefeuille d'activité (30% du CA 09) et de l'utilisation des fibres vierges et non de fibres recyclées comme Otor ;
- Constantia Packaging (*Autriche, 847 M€*), compte tenu de la part réduite que représente l'activité de carton ondulé dans son portefeuille d'activité (15% du CA 09).

Les multiples retenus sont ceux de la valeur d'entreprise rapportée à l'excédent brut d'exploitation et au résultat d'exploitation, afin d'éviter les biais induits à la fois par les différences de rentabilité (multiple de chiffre d'affaires) et de structure financière (PER).

Les agrégats financiers prévisionnels des sociétés de notre échantillon sont issus d'un consensus de prévisions d'analystes financiers (source : Thomson Research et Thomson One Analytics).

Les multiples calculés⁽¹⁰⁾ et la valeur des fonds propres par action Otor induite par application de la moyenne des multiples des sociétés de l'échantillon aux données prévisionnelles d'Otor sont présentés ci-après :

Société	Pays	VE / Excédent brut d'exploitation			VE / Résultat d'exploitation		
		10E	11E	12E	10E	11E	12E
Europac	Espagne	8,3x	6,8x	6,5x	ns	14,1x	13,7x
DS Smith	Royaume-Uni	5,1x	4,5x	3,8x	8,5x	7,2x	5,7x
Smurfit Kappa	Irlande	6,1x	4,9x	4,8x	11,0x	7,3x	7,0x
Mondi	Royaume-Uni	5,7x	4,8x	4,6x	10,3x	7,8x	7,0x
Médiane		5,9x	4,8x	4,7x	10,3x	7,5x	7,0x

L'application des multiples d'excédent brut d'exploitation et de résultat d'exploitation présentés dans le tableau ci-dessus aux agrégats prévisionnels 2010E-11E-12E d'Otor fait ressortir une fourchette d'évaluation de 7,32 € à 7,46 € par action.

VII.d. Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats financiers de la Société les multiples induits par les transactions récentes – dont les conditions financières ont été rendues publiques – sur le capital de sociétés comparables intervenant dans le même secteur d'activité.

L'échantillon retenu regroupe trois transactions ayant eu lieu en Europe depuis 2008. Les informations disponibles ne nous ont permis de calculer que les multiples implicites d'excédent brut d'exploitation.

Date	Cible			Acquéreur	% acquis	VE M€	xEBE
	Nom	Pays	Activité				
19-avr.-10	Mondi UK	Royaume-Uni	Fabricant de PPO et d'emballages en carton ondulé	Smurfit Kappa	100%	43	5,4x
2-juin-09	Mondi Packaging Atlantique et Savoie	France	Fabricant de PPO et d'emballages en carton ondulé	Europac	100%	42	4,8x
26-mai-08	Otor papeterie et cartonnerie de Rouen	France	Fabricant de PPO et d'emballages en carton ondulé	Europac	100%	75	5,1x
				Moyenne			5,1x

Certaines transactions que nous avons identifiées n'ont pas pu être retenues pour les raisons suivantes :

- l'acquisition en mai 2008 de 40% du capital de Duropack par Constantia Packaging, faute d'information disponible permettant de calculer la valeur d'entreprise de la cible ;

⁽¹⁰⁾ Sur la base des cours de bourse moyens 3 mois au 14 septembre 2010.

- l'acquisition en février 2008 des activités européennes de carton recyclé de Cascades SA par Reno de Medici, faute d'information disponible permettant de calculer les multiples implicites ;
- l'acquisition en septembre 2008 des activités britanniques d'emballage en carton ondulé de SCA par SAICA, faute d'information permettant de calculer les multiples implicites ;
- le rapprochement en 2005 des deux sociétés Jefferson Smurfit et Kappa que nous avons jugé trop ancien (environnement économique et boursier différent).

L'application du multiple moyen aux excédents bruts d'exploitation du groupe Otor pour le dernier exercice et l'exercice en cours fait ressortir une fourchette d'évaluation de 6,74 € à 8,35 € par action.

VII.e. Analyse des synergies liées au rapprochement avec DS Smith

DS Smith estime que le montant total avant impôt de synergies attendues du rapprochement avec Otor est de l'ordre de 9,3 M€ par an, hors coûts liés à l'intégration estimés à environ 3,5 M€. Ces synergies s'entendent à compter du second exercice plein suivant la prise de contrôle de la Société. Elles devraient résulter de réductions de coûts (principalement dans les fonctions centrales et dans d'autres fonctions), l'optimisation des achats et l'internalisation de services jusque là sous-traités.

Nous avons évalué ces synergies (nettes des coûts d'intégration) en retenant deux approches :

► Approche analogique

La valeur actuelle des synergies, calculée sur la base d'un multiple de 5,9x issu de l'approche analogique des comparables boursiers (cf. section VII.c.), s'élève à 52,7 M€.

► Approche intrinsèque

La valeur actuelle des synergies, calculée en actualisant à l'infini et au coût moyen pondéré du capital de la Société les flux après impôt résultant de ces dernières, s'élève à 65,5 M€.

En retenant une hypothèse de répartition des synergies entre les actionnaires de la Société et de l'Initiateur au prorata de la part de l'excédent brut d'exploitation (estimée relativement stable au cours des trois prochains exercices) apportée à l'entité combinée, la valeur attribuable aux actionnaires d'Otor ressort dans une fourchette comprise entre à 7,1 M€ et 8,9 M€, soit entre 0,32 € et 0,40 € par action Otor.

VII.f. Références d'évaluation

VII.f.1. Actif net comptable

L'actif net comptable part du groupe consolidé d'Otor au 30 juin 2010 est de 118,7 M€, soit 5,36 € par action (sur la base de 22 144 818 actions, après déduction des 22 974 actions détenues en propre au 30 juin 2010). Il s'élevait à 112,5 M€, soit 5,08 € par action au 31 décembre 2009 (sur la base de 22 144 818 actions hors autocontrôle). L'augmentation de l'actif net constatée entre le 31 décembre 2009 et le 30 juin 2010 est liée au résultat reconnu sur cette période.

VII.f.2. Performance boursière

Le 7 juillet 2010, DS Smith a annoncé l'entrée en négociations exclusives avec le groupe Carlyle dans le but d'acquérir une majorité du capital avec l'intention, à l'issue de la réalisation de l'opération, de lancer une offre de retrait obligatoire sur les titres restant détenus par le public. L'opération envisagée implique la cession à DS Smith de 94,99% du capital d'Otor détenus directement et indirectement par le groupe Carlyle, LCL et le management de la Société, et

permettant à DS Smith de contrôler plus de 95% du capital et des droits de vote après retraitement de l'autodétention.

L'augmentation des cours enregistrée depuis le 7 juillet 2010 est liée aux anticipations de mise en œuvre d'une offre de retrait par DS Smith.

Dans ce contexte, nous avons retenu comme période de référence pour la performance boursière du titre la période de douze mois se terminant le 6 juillet 2010.

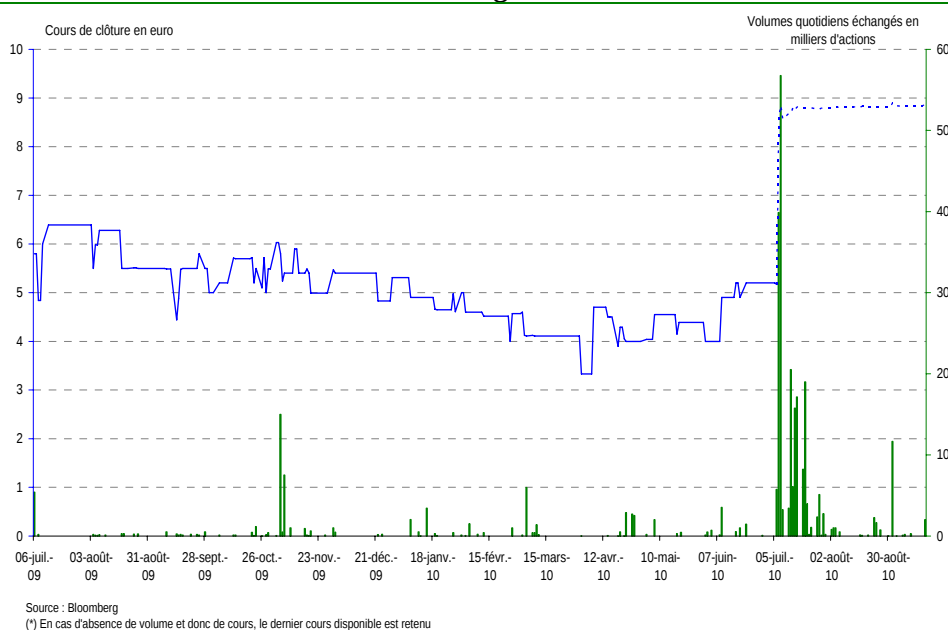
Depuis l'offre publique d'achat simplifiée de février 2006 à l'issue de laquelle le groupe Carlyle détenait directement et indirectement 94,99% du capital social, le flottant du titre est resté stable à 5% du capital au cours des quatre dernières années et la liquidité observée est très limitée. Ainsi, au cours des 12 mois précédant le 6 juillet 2010, 83 326 titres ont été échangés (source : Bloomberg), soit 0,38% du capital⁽¹¹⁾.

Sur cette période, l'action Otor a sous-performé l'indice SBF 120 (-10,9% pour Otor, +13,3% pour le SBF 120).

Otor n'est pas suivi par les analystes financiers et ne fait pas l'objet de recommandations boursières.

Dans ces conditions, le caractère représentatif du cours de bourse sur les douze derniers mois est incertain.

Cours de bourse d'Otor sur 1 an au 6 juillet 2010 et volumes quotidiens échangés^(*)



⁽¹¹⁾ Sur la base d'un capital composé de 22 167 792 actions.

Les différents cours et moyennes pondérées observés sur les douze derniers mois à la date de référence du 6 juillet 2010 font ressortir des valeurs par action Otor illustrées dans le tableau suivant :

	A la date du 06-juil-10
A la clôture	5,17 €
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 10 jours de bourse	5,17 €
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 20 jours de bourse	5,08 €
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 3 mois	4,58 €
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 6 mois	4,54 €
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 12 mois	5,05 €
Plus haut sur 12 mois	6,39 €
Plus bas sur 12 mois	3,33 €

Source : Bloomberg

VII.f.3. Transactions sur le capital de la Société

Le 1^{er} septembre 2010, DS Smith a acquis l'intégralité de la participation directe et indirecte détenue par le groupe Carlyle au sein d'Otor (soit 94,75% du capital et 97,03% des droits de vote) ainsi que les actions Otor détenues par le management (représentant 0,25% du capital et 0,14% des droits de vote), au prix de 8,97 € par action Otor.

Cette transaction intervient à la suite d'un processus de vente initié en 2007 par Carlyle (conseillé par Deutsche Bank) et portant sur l'ensemble du groupe Otor, ou le cas échéant sur les seules activités de papeterie et de cartonnerie de Rouen. Compte tenu des offres alors recueillies, seuls Otor Papeterie de Rouen et Otor Cartonnerie de Rouen ont finalement été cédés.

Début 2010, Carlyle a décidé dans un marché étroit de reconduire un processus compétitif pour la cession de sa participation directe et indirecte dans Otor SA en contactant les acquéreurs potentiels qui avaient marqué leur intérêt en 2007. Deux candidats ont été sélectionnés en phase finale du processus. DS Smith ayant formulé la meilleure offre en termes financiers et industriels, a été retenu pour conclure la transaction.

Nous retenons à titre de référence les termes de cette transaction qui porte sur la majorité du capital de la Société.

VIII. Analyse des travaux de la banque conseil de l'Initiateur

Nous avons pris connaissance du rapport d'évaluation préparé par BNP Paribas Corporate & Investment Banking en qualité de conseil financier de DS Smith et de banque présentatrice de l'Offre, rapport dont les principaux résultats sont rappelés dans la note d'information de l'Initiateur.

Détroyat Associés a été désigné comme expert indépendant préalablement à l'établissement de ce rapport et plusieurs échanges sont intervenus entre Détroyat Associés et BNP Paribas Corporate & Investment Banking sur les méthodes et les paramètres d'évaluation de la Société.

De manière générale, les méthodes et références d'évaluation retenues sont identiques.

VIII.a. Méthode DCF

BNP Paribas Corporate & Investment Banking retient un taux d'actualisation de 8,8% alors que nous retenons dans nos travaux un taux de 8,2%, l'écart résultant essentiellement du niveau de prime de risque (8,1% versus 7,6% pour BNP Paribas Corporate & Investment Banking) et de bêta de l'actif économique (0,67 versus 0,79 respectivement).

Le taux de croissance utilisé pour le calcul de la valeur terminale est très similaire (0,9% pour BNP Paribas Corporate & Investment Banking contre 1,0% dans nos travaux).

Enfin, BNP Paribas Corporate & Investment Banking retient un écart entre la valeur économique et la valeur des fonds propres part du groupe de 38 M€ au 30 juin 2010. L'écart de 3 M€ constaté avec nos calculs résultent de l'estimation de la valeur des déficits fiscaux reportables (valeur au 31 décembre 2009 retenue par BNP Paribas Corporate & Investment Banking contre une valeur au 30 juin 2010 étalée sur 3 ans et actualisée dans nos travaux).

La valeur de l'action Otor déterminée par l'analyse DCF de BNP Paribas Corporate & Investment Banking ressort dans une fourchette de 6,9 € à 8,6 € qui résulte d'une analyse de sensibilité sur certaines hypothèses financières (taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini) et opérationnelles (marge d'EBE normative et investissements normatifs retenus pour le calcul de la valeur terminale). Cette fourchette est cohérente avec celle résultant de notre propre analyse (7,48 € à 8,62 € par action Otor).

VIII.b. Méthode des comparables boursiers

L'échantillon de sociétés comparables retenu par BNP Paribas Corporate & Investment Banking est identique au nôtre à l'exception de la société Mondi.

De plus, BNP Paribas Corporate & Investment Banking retient les multiples de valeur d'entreprise rapportée à (i) l'excédent brut d'exploitation (EBE) et (ii) à l'EBE diminué des investissements, qu'il juge les plus pertinents (contre les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'EBE et au résultat d'exploitation dans notre analyse).

Enfin, BNP Paribas Corporate & Investment Banking n'applique les multiples que sur les années 2011 et 2012 (contre 2010, 2011 et 2012 dans nos travaux).

	VE / EBE			VE / REX			VE / EBE - Capex		
	10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
Multiples calculés par Détroyat Associés	5,9x	4,8x	4,7x	10,3x	7,5x	7,0x	-	-	-
Multiples calculés par BNP Paribas	-	5,5x	5,2x	-	-	-	-	8,7x	8,0x

Sur la base des multiples présentés dans le tableau ci-dessus, BNP Paribas Corporate & Investment Banking retient une fourchette d'évaluation de 5,5 € à 8,2 € par action Otor.

VIII.c. Méthode des transactions comparables

BNP Paribas Corporate & Investment Banking retient dans son échantillon de transactions comparables l'acquisition en mai 2008 de 40% du capital de la société autrichienne Duropack par Constantia Packaging, transaction que nous n'avons pas pu retenir faute d'information disponible permettant de calculer la valeur d'entreprise de la société cible (estimation réalisée par BNP Paribas Corporate & Investment Banking).

A l'inverse, BNP Paribas Corporate & Investment Banking ne calcule pas de multiple implicite relatif à l'acquisition en juin 2009 par Europac de deux filiales françaises du groupe Mondi.

	VE / EBE
Multiples calculés par Détoyat Associés	5,1x
Multiples calculés par BNP Paribas	5,6x

BNP Paribas Corporate & Investment Banking applique le multiple obtenu à l'excédent brut d'exploitation réalisé par Otor sur la période de 12 mois échue au 30 juin 2010 alors que nous appliquons le multiple calculé aux agrégats consolidés du groupe à la date du 31 décembre 2009 et du 31 décembre 2010.

BNP Paribas Corporate & Investment Banking retient une valeur de 8,7 € par action, supérieure à la fourchette de 6,74 € à 8,35 € par action qui ressort de notre analyse.

IX. Conclusion

Les résultats de nos travaux d'évaluation avant prise en compte des synergies sont rappelés dans le tableau ci-après :

Avant prise en compte des synergies	Fourchette de valeurs des fonds propres par action	
	Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 8,97 € par action	
Méthode d'évaluation :		
DCF	7,48 € +19,9%	8,62 € +4,0%
Comparables boursiers	7,32 € +22,5%	7,46 € +20,2%
Transactions comparables	6,74 € +33,0%	8,35 € +7,4%
Référence d'évaluation :		
Actif net comptable au 30/06/10	5,36 € +67,3%	
Cours de bourse (Moyennes pondérées 3 mois et 12 mois au 6 juillet 2010)	4,58 € +95,8%	5,05 € +77,6%
Cession par le groupe Carlyle de la majorité du capital à DS Smith en septembre 2010 (94,99% du capital)	8,97 € +0,0%	

Nous constatons que le prix d'Offre de 8,97 € par action est supérieur aux valeurs ressortant de notre analyse DCF, aux résultats des méthodes analogiques ainsi qu'aux références retenues dans nos travaux (actif net consolidé au 30 juin 2010, prix d'acquisition de la majorité du capital de la Société début septembre 2010). Le prix d'Offre est également supérieur au dernier cours de bourse avant l'annonce du 6 juillet 2010 et à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes échangés au cours des trois et douze derniers mois (respectivement +96% et +78%).

En prenant en compte les synergies annoncées par DS Smith, qui représentent selon notre analyse une valeur comprise entre 0,32 € et 0,40 € par action pour la part attribuable aux actionnaires d'Otor, le prix d'Offre reste supérieur à la valeur centrale issue de notre analyse DCF et aux résultats des méthodes analogiques.

L'utilisation de prix moyens d'achat et de vente à partir d'observations historiques sur longue période nous semble appropriée pour tenir compte de la cyclicité du secteur, compte tenu des durées et des amplitudes variables des derniers cycles observés, qui rendent la cyclicité future de l'activité difficilement modélisable.

Dans ces conditions, nous estimons qu'à la date du présent Rapport, le prix de 8,97 € par action proposé par DS Smith est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires d'Otor, dans le cadre de la présente Offre, suivie d'un retrait obligatoire aux mêmes conditions financières.

Fait à Paris, le 30 septembre 2010

Philippe Leroy
Président Directeur Général

DÉTROYAT ASSOCIÉS

X. Annexes

Annexe A : Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par Détroyat Associés au cours des 24 mois précédant sa désignation

Date	Type de Mission	Société Cible	Société Initiatrice	Banque Présentatrice
Octobre 2009	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre contractuelle d'achat	China Corn Oil SA	Concert réunissant les sociétés Sanxing trade, New Garden, The China Development Capital Partnership Master Fund et General Motors Investment Management	Invest Securities
Octobre 2009	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Korofrance	Provimi	Oddo Corporate Finance

Avril 2009	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée	Evialis	Financière Evialis	Crédit Agricole
------------	---	---------	--------------------	-----------------

Annexe B : Liste du personnel associé à la conduite de la mission

► Philippe Leroy – Associé (signataire du Rapport)

Philippe Leroy dispose d'une expérience de plus de 25 ans dans les métiers de la finance. Avant de rejoindre Détroyat Associés en 2005, il était Directeur Corporate Finance du groupe Vivarte. Philippe Leroy a commencé sa carrière chez Bossard Consultants avant de rejoindre la banque d'affaires, d'abord chez BGP-SIB, puis à la Chase Manhattan Bank dont il a été le Directeur Général France et chez HSBC comme Managing Director.

Philippe Leroy est diplômé de l'ESSEC.

► Emmanuel Dayan – Associé (contrôle qualité)

Emmanuel Dayan dispose d'une expérience de plus de 18 ans dans les métiers de la finance. Avant de rejoindre Détroyat Associés en 2005, il a débuté sa carrière à la Délégation à l'aménagement du territoire (DATAR) à Paris et à Bruxelles. Emmanuel Dayan a ensuite rejoint le département européen de conseil en fusions-acquisitions de Bankers Trust à Londres où il a occupé les fonctions de Vice-President European M&A Group.

Emmanuel Dayan est diplômé de l'Ecole centrale de Paris.

► Jérôme Gonon – Analyste financier senior

Jérôme Gonon a rejoint Détroyat Associés en 2008 après une expérience de deux ans en audit et de huit ans en fusions & acquisitions au sein de Société Générale Corporate & Investment Banking (SGCIB).

Jérôme Gonon est diplômé du Mastère Ingénierie Financière de l'EM Lyon et est titulaire du DESCF (Diplôme d'Etudes Supérieures Comptables et Financières).

► Diane Pringalle – Analyste financier junior

Diane Pringalle a rejoint Détroyat Associés début 2010 en qualité d'analyste financier junior.

Elle est titulaire du Master 2 Finance / Contrôle de gestion de l'université Paris-Dauphine.

Annexe C : Liste des personnes rencontrées et/ou contactées

Société	Prénom	Nom	Titre
Otor	Jean-Marie	Paultes	Directeur Général
	Laurent	Jacquemin	Directeur Administratif et Financier
	Jérôme	Le Touzé	Directeur Juridique
	Gérard	Mathieu	Directeur Développement et Marketing

BNP Paribas, Banque présentatrice de l'Offre			
	Jean-Christophe	Paoli	Director – Advisory for Listed Companies – Corporate Finance
	Damien	Anzel	Head of Business Valuation Team – Corporate Finance
Darrois Villey Maillot Brochier, Avocats conseils de la Société			
	Fabrice	Veverka	Associé – Avocat à la cour
AllenOvery, Avocats conseils de l'Initiateur			
	Frédéric	Moreau	Associé – Avocat à la cour
	Catherine	Maison-Blanche	Senior consultant – Avocat à la cour

Annexe D : Principales sources d'information

Documents	Source
Statuts d'Otor Janvier 2009	Otor
Statuts d'Otor Finance Janvier 2009	Otor
Procès verbaux des Assemblées générales des quatre derniers exercices 2007, 2008, 2009 et 2010	Otor
Organigramme détaillé du groupe Otor	Otor
Informations relatives au nombre total de droits de vote et actions composant le capital social	Otor
Document de présentation générale du groupe Otor	Otor
Communiqués de presse d'Otor	Information publique
Rapports semestriels des trois derniers exercices 2007, 2008 et 2009	Information publique
Rapport semestriel au 30 juin 2010	Otor
Rapports annuels des trois derniers exercices 2007, 2008 et 2009	Information publique
Détail des activités d'acquisitions et de cessions au cours des cinq dernières années	Otor
Plan d'Affaires du groupe Otor sur les exercices 2010/2014	DS Smith
Note relative à l'admission d'Otor sur Alternext	Otor
Rapport de l'expert indépendant publié lors de l'OPAS de janvier 2006	Information publique
Contrat d'acquisition des actions d'Otor intervenu entre Carlyle et DS Smith	AllenOvery
"Rapport d'évaluation" du groupe Otor	BNP Paribas
"Due diligence report" réalisé par Deloitte dans le cadre de la prise de contrôle d'Otor par DS Smith - 12 juillet 2010	Deloitte
"Market & competitive review" réalisé par OC&C dans le cadre de la prise de contrôle d'Otor par DS Smith - 23 juin 2010	Otor
Lettre d'affirmation signée par DS Smith	DS Smith

Annexe E : Diligences effectuées

Nous avons conduit notre mission selon le programme de travail présenté ci-dessous :

- ▶ Prise de connaissance de l'offre et de son contexte
- ▶ Collecte des informations nécessaires à la réalisation de notre mission
- ▶ Analyse de l'activité du Groupe et de son positionnement concurrentiel
- ▶ Etude de la documentation comptable, financière et juridique de la Société
- ▶ Analyse du Plan d'Affaires transmis par l'Initiateur
- ▶ Revue du plan d'Affaires et des hypothèses sous-jacentes avec le management de la société
- ▶ Appréciation du contexte de l'offre avec le conseil financier et le conseil juridique de l'Initiateur

- Revue des contrats d'acquisition et de leurs avenants signés par DS Smith dans le cadre de sa prise de contrôle d'Otor
- Réception d'une lettre d'affirmation signée par l'Initiateur
- Evaluation de la Société selon une approche multicritères :
 - Approche intrinsèque par actualisation des flux futurs de trésorerie du Groupe (« méthode DCF »)
 - Approche analogique par référence à l'appréciation boursière de sociétés cotées dont l'activité est jugée comparable à celle de la Société (« méthode des comparables boursiers »)
 - Approche analogique par référence aux données financières d'opérations publiques sur le capital de sociétés ayant une activité jugée comparable à celle de la Société (« méthode des transactions comparables »)
- Analyse et évaluation des synergies liées au rapprochement entre la Société et l'Initiateur
- Analyse de références d'évaluation de la Société :
 - ANC au 30 juin 2010
 - Cours de bourse et analyse de liquidité
 - Opération récente sur le capital
- Prise de connaissance et analyse du rapport d'évaluation du conseil financier de l'Initiateur
- Rédaction du rapport d'expertise indépendante
- Revue indépendante du rapport et des travaux réalisés

Annexe F : Calendrier de l'étude

Etapes	Date
Lettre de mission signée par le Directeur général de la Société désignant Détroyat Associés, expert indépendant dans le cadre de l'Offre	5 août 2010
Réunion avec le conseil financier (BNP Paribas) et le conseil juridique (AllenOvery) de l'Initiateur	30 août 2010
Confirmation de la désignation de Détroyat Associés par le Conseil d'Administration de la Société	1 ^{er} septembre 2010
Collecte de l'ensemble des informations nécessaires à l'étude	3 septembre 2010
Réunion avec le management	13 septembre 2010
Remise d'un projet de rapport	23 septembre 2010
Remise du rapport définitif au Conseil d'Administration de la Société	24 septembre 2010

Annexe G : Montant de la rémunération perçue par Détroyat Associés

La rémunération perçue par Détroyat Associés est de 75 000 € hors taxes et hors frais de déplacement. Cette rémunération est indépendante des conclusions du présent Rapport.

Annexe H : Adhésion à des associations d'experts indépendants

Détroyat Associés envisage d'adhérer prochainement à l'une ou l'autre des deux associations d'experts indépendants créées postérieurement à l'introduction d'un Titre VI sur l'expertise indépendante dans le livre II du règlement général en septembre 2006 et agréées par l'AMF.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'OTOR S.A.

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 24 septembre 2010. Trois administrateurs étaient présents et un absent et excusé. A l'unanimité, le conseil d'administration de la Société a rendu l'avis motivé suivant :

« Le Président rappelle que DS Smith Hêtre Blanc a déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l' "AMF"), le 20 septembre 2010, un projet d'offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des actions Otor S.A. qu'elle ne détient pas au prix de 8,97 euros par action (l' "Offre").

Le Président précise que l'Offre n'est soumise à aucune condition.

Le Président rappelle que l'Offre fait suite à l'acquisition le 1^{er} septembre 2010 (l' "Acquisition") par la société DS Smith Hêtre Blanc de (i) 175.012.031 actions d'Otor Finance, société anonyme au capital de 35.002.406,20 euros, représentant la totalité des actions composant le capital de cette société, et (ii) 3.293.312 actions de la Société.

Otor Finance détenant 17.765.765 actions Otor S.A. représentant 80,14% du capital et 88,87% des droits de vote d'Otor S.A., soit plus du tiers du capital et des droits de vote de la Société, et cette participation constituant une part essentielle de ses actifs, le Président rappelle que DS Smith Hêtre Blanc est tenue, en application de l'article 234-3 du Règlement général de l'AMF, de déposer une offre publique visant la totalité du capital de la Société.

Le Président indique que conformément aux articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF, DS Smith Hêtre Blanc a l'intention, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire des actions Otor S.A. qu'il ne détiendrait pas encore moyennant une indemnisation par action Otor S.A. de 8,97 euros.

Conformément à l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, le 1^{er} septembre 2010, la Société a désigné le cabinet Détroyat Associés représenté par Monsieur Philippe Leroy en tant qu'expert indépendant (l' "Expert Indépendant") aux fins d'émettre un avis sur les conditions et modalités financières de l'Offre ainsi que sur le retrait obligatoire.

Les administrateurs sont ensuite invités à examiner (i) le projet de note d'information de DS Smith Hêtre Blanc déposé auprès de l'AMF le 20 septembre 2010, (ii) le projet de note en réponse de la Société destiné à être remis à l'AMF dans le cadre de l'Offre, et (iii) le rapport de l'Expert Indépendant établi en application de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, qui conclut au caractère équitable du prix de l'Offre et des modalités du retrait obligatoire, ces documents ayant été soumis au Conseil d'administration dans les délais permettant une revue complète et adéquate.

Après examen des documents, le Conseil d'administration constate que :

- le groupe DS Smith ("DS Smith") envisage de rapprocher les activités de la Société avec les siennes avec pour ambition de renforcer sa présence, déjà importante, sur le marché français des emballages pour la grande consommation et de répondre aux*

besoins grandissants des distributeurs européens en produits d'emballages sophistiqués ;

- DS Smith a l'intention de poursuivre sa politique de création de valeur au travers d'une croissance organique, d'une optimisation de son portefeuille et d'acquisitions ciblées sur ses marchés choisis. Simultanément, DS Smith continuera de se concentrer sur le marché du carton ondulé en Europe en s'appuyant sur sa position de leader en termes d'innovation et de services ;
- le groupe constitué de DS Smith et de la Société disposera en outre d'opportunités de développement de son offre produits sur d'autres marchés européens, tels que la Pologne et l'Italie, pays dans lesquels DS Smith est déjà implanté ;
- la combinaison des activités de DS Smith avec celles de la Société permettra une augmentation des marges du groupe dans son ensemble. Cet effet devrait être renforcé par les synergies qui sont attendues du rapprochement des deux groupes ;
- la combinaison des activités françaises de DS Smith de production de carton ondulé avec celles de la Société permettra d'améliorer la compétitivité du groupe dans son ensemble grâce à une efficacité accrue et la mise en œuvre des synergies envisagées. Les sites de production des deux groupes sont complémentaires sur le plan géographique ce qui leur permettra d'optimiser leur couverture de clientèle ;
- DS Smith attache une grande importance à la qualification et à l'expérience de l'équipe de direction et de la main d'œuvre de la Société. DS Smith considère que le rapprochement de deux groupes importants fournit souvent des opportunités de réduction de coûts grâce à la mise en commun de leurs ressources. DS Smith estime que le rapprochement entre DS Smith et la Société sera profitable aux salariés dans la mesure où ils pourront poursuivre leur carrière au sein d'un groupe élargi ;
- DS Smith Hêtre Blanc offre aux actionnaires de la Société la possibilité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à un prix attractif, et ce malgré la faible liquidité du titre Otor S.A. Cette liquidité sera réalisée à un prix de 8,97 euros par action, correspondant au prix sur la base duquel a été réalisée l'Acquisition, et faisant ressortir des primes respectives de 77% et 98% sur les moyennes des cours de bourse de la Société (pondérées par les volumes) sur les périodes de un mois et de six mois précédant la date d'annonce de l'opération ;
- l'attestation de l'Expert Indépendant souligne (i) que le prix d'Offre de 8,97 euros par action est supérieur aux valeurs ressortant de son analyse par approche intrinsèque par actualisation des flux futurs de trésorerie (l'"Analyse DCF"), aux résultats des méthodes analogiques ainsi qu'aux références retenues dans ses travaux (actif net consolidé au 30 juin 2010, prix d'acquisition de la majorité du capital de la Société début septembre 2010), (ii) que le prix d'Offre est également supérieur au dernier cours de bourse avant l'annonce du 6 juillet 2010 et à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes échangés au cours des trois et douze derniers mois (respectivement +96% et +78%). En prenant en compte les synergies annoncées par DS Smith, qui représentent selon l'analyse de l'Expert Indépendant une valeur comprise entre 0,34 euros et 0,40 euros par action, le prix d'Offre reste supérieur à la valeur centrale issue de l'Analyse DCF et aux résultats des méthodes analogiques. En conséquence, l'Expert Indépendant estime qu'à la date de son rapport, le prix de

8,97 euros par action proposé par DS Smith est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires d'Otor S.A., dans le cadre de l'Offre, suivie d'un retrait obligatoire aux mêmes conditions financières ; et

- *le prix offert dans le cadre de l'Offre et du retrait obligatoire valorise la Société à un prix attractif et représente une opportunité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation pour l'ensemble des actionnaires de la Société plus importante que celle offerte par le marché avant l'annonce de l'Offre et à des conditions jugées équitables, tout en permettant l'arrivée d'un partenaire qui accompagnera le développement futur de la Société.*

Le Conseil d'administration, connaissance prise des termes de l'Offre suivie d'un retrait obligatoire, des motifs et des intentions de DS Smith et DS Smith Hêtre Blanc et des éléments de valorisation indiqués dans le projet de note d'information de DS Smith Hêtre Blanc et du rapport de l'expert indépendant, après en avoir délibéré, estime que le projet d'Offre suivie d'un retrait obligatoire correspond à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et décide d'approuver, à l'unanimité, le projet d'Offre tel que décrit dans le projet de note d'information de DS Smith Hêtre Blanc et de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le Conseil d'administration décide en outre que les actions Otor S.A. auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre. »

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

A la connaissance d'Otor S.A. et à l'exception de Monsieur Jean-Marie Paultes qui détient une action de la Société, les membres du conseil d'administration de la Société ne possèdent pas d'actions Otor S.A.

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

Néant.

6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'ISSUE DE L'OFFRE

6.1 Structure et répartition du capital d'Otor S.A.

A la suite de l'Acquisition et à la date de dépôt de l'Offre, le capital social et les droits de vote d'Otor S.A. sont répartis, sur une base théorique, comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Otor Finance ¹²	17.765.765	80,14%	35.531.530	88,87%
DS Smith Hêtre Blanc	3.293.312	14,86%	3.293.312	8,24%
Actions auto-détenues	22.974	0,10%	(22.974) ¹³	(0,06%) ¹³
Flottant	1.085.741	4,90%	1.131.478	2,83%
TOTAL	22.167.792	100,00%	39.979.294	100,00%

A la connaissance de la Société, DS Smith ne détient, seule ou de concert, aucune autre action ou droit d'acquérir des actions de la Société, en dehors des 3.293.312 actions détenues par DS Smith Hêtre Blanc et des 17.765.765 actions détenues par Otor Finance, filiale à 100% de DS Smith Hêtre Blanc.

Par ailleurs, il est précisé que, comme il a été décidé par le conseil d'administration lors de sa réunion en date du 24 septembre 2010 (cf. paragraphe 3 ci-dessus), la Société n'apportera pas à l'Offre ses actions auto-détenues, soit 22.974 actions Otor S.A.

6.2 Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – Clauses de conventions communiquées à Otor S.A. en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

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

Aucune convention entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions à l'exercice des droits de vote ou aux transferts d'actions n'a été portée à la connaissance de la Société, en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

6.3 Participations directes ou indirectes dans le capital d'Otor S.A. ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil

Par courrier reçu par l'AMF et la Société le 1^{er} septembre 2010, complété par un courrier reçu par l'AMF le 2 septembre 2010, l'Initiateur a déclaré avoir franchi en hausse, le 1^{er} septembre 2010, directement et indirectement, par l'intermédiaire de la société Otor Finance qu'elle contrôle, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3, 50%, 2/3 et 90% du capital et des droits de vote et 95% des droits de vote de Otor S.A. et détenir directement et indirectement 21.059.077 actions Otor S.A.

¹² Otor Finance est détenue à 100% par DS Smith Hêtre Blanc.

¹³ Les actions auto-détenues sont privées de droit de vote. Ces droits sont réintégrés dans le présent tableau afin de raisonner en calcul théorique, comme prévu par l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

représentant 38.824.842 droits de vote, soit 94,99% du capital et 97,11% des droits de vote de cette société¹⁴, selon la répartition suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
DS Smith Hêtre Blanc	3.293.312	14,86%	3.293.312	8,24%
Otor Finance ¹²	17.765.765	80,14%	35.531.530	88,87%
Total DS Smith Hêtre Blanc	21.059.077¹⁵	94,99%	38.824.842	97,11%

Par ailleurs, l'Initiateur a déclaré avoir franchi individuellement en hausse, le 1^{er} septembre 2010, les seuils de 5% du capital et des droits de vote et 10% du capital de la société Otor S.A. et détenir directement 3.293.312 actions Otor S.A. représentant autant de droits de vote, soit 14,86% du capital et 8,24% des droits de vote de cette société.

Ces franchissements de seuils résultent de l'acquisition, le 1^{er} septembre 2010, par le déclarant (i) de l'intégralité du capital de la société Otor Finance auprès des sociétés Packaging Investment I, Packaging Investment II¹⁶ et Crédit Lyonnais et (ii) de 3.293.312 actions Otor S.A. auprès des sociétés Packaging Investment I et Packaging Investment II¹⁶.

Cette déclaration de franchissement de seuils était complétée par la déclaration d'intention suivante :

« DS Smith Hêtre Blanc n'agit pas de concert avec un tiers. DS Smith Hêtre Blanc déclare qu'elle a, au cours des six prochains mois, les intentions suivantes :

- conformément à l'article L. 433-5 du code monétaire et financier, et au titre III du livre II et, plus spécifiquement, les articles 233-1 et 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'"AMF"), DS Smith Hêtre Blanc déposera un projet d'offre publique obligatoire sous la forme d'une offre simplifiée auprès de l'AMF aux termes de laquelle elle offrira à l'ensemble des actionnaires d'Otor S.A. d'acquérir la totalité des actions Otor S.A. qu'elle ne détient pas au prix de 8,97 euros par action, étant précisé qu'un expert indépendant, nommé par le conseil d'administration d'Otor S.A. rendra un rapport sur le caractère équitable du prix proposé (l'"Offre"),
- conformément à l'article 231-38 II du règlement général de l'AMF, DS Smith Hêtre Blanc se réserve le droit de poursuivre l'acquisition d'actions Otor S.A. au prix de l'offre sur le marché entre le début de la période d'offre (laquelle débute le jour du dépôt de l'offre) et jusqu'à l'ouverture de l'offre, étant précisé que jusqu'à l'ouverture de l'offre les coûts de transaction (y compris les frais de courtage et TVA afférents) seront supportés par l'actionnaire cédant concerné,
- le prix payable aux actionnaires d'Otor S.A. au titre de l'acquisition de 100% du capital d'Otor S.A. Finance et des blocs d'actions Otor S.A. l'est au moyen de facilités d'endettement existantes et nouvelles obtenues par DS Smith Plc. et du produit d'une augmentation de capital de DS Smith Plc. En effet, DS Smith Plc. a émis, au profit d'actionnaires institutionnels, de nouvelles

¹⁴ Sur la base d'un capital composé de 22.167.792 actions représentant 39.979.294 droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

¹⁵ En ajoutant les actions auto-détenues, ce total s'élève à 21.082.051 actions Otor S.A., soit 95,10% du capital de la Société, de sorte que les actionnaires minoritaires représentent moins de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

¹⁶ Sociétés de droit luxembourgeois contrôlées par le fonds Carlyle Europe et affiliées, anciennement dénommées Carlyle (Luxembourg) Holdings 1 et Carlyle (Luxembourg) Holdings 2.

actions ordinaires représentant environ 9,99% de son capital post-émission. DS Smith Hêtre Blanc n'est pas partie à un quelconque contrat de prêt d'actions,

- conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, DS Smith Hêtre Blanc a l'intention, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre, de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire des actions Otor S.A. qu'elle ne détiendrait pas encore moyennant une indemnisation par action Otor S.A. de 8,97 euros,
- le 1er septembre 2010, Monsieur Robertus Renders, Monsieur Jonathan Zafrani et Monsieur Franck Falezan ont démissionné de leur mandats respectifs d'administrateurs d'Otor S.A. et ont été respectivement remplacés par trois administrateurs désignés par DS Smith Plc., à savoir Mademoiselle Carolyn Cattermole, Monsieur Stephen Dryden et Monsieur Jean Lienhardt. En conséquence de ces modifications, le conseil d'administration d'Otor S.A. est, à la date des présentes, composé de Monsieur Jean-Marie Paultes (qui occupe également les fonctions de Directeur général), Mademoiselle Carolyn Cattermole, Monsieur Stephen Dryden et Monsieur Jean Lienhardt (qui occupe également les fonctions de président du conseil d'administration),
- DS Smith Plc. a l'intention de poursuivre une politique de croissance organique et de renforcer la position du groupe sur le marché du carton ondulé en Europe. Cette stratégie sera détaillée dans le projet de note d'information qui sera déposé en même temps que l'offre, auprès de l'AMF, conformément à la réglementation applicable »¹⁷.

Par courrier reçu par l'AMF et la Société le 3 septembre 2010, la déclaration de franchissements de seuils suivante a de plus été effectuée¹⁸ :

- « Les sociétés de droit luxembourgeois Packaging Investment 1 Sàrl et Packaging Investment 2 Sàrl¹⁹ (2, avenue Charles de Gaulle, L-1653 Luxembourg), agissant de concert, ont déclaré avoir franchi en baisse, le 1^{er} septembre 2010, à titre direct et indirect par l'intermédiaire de la société Otor Finance qu'elles contrôlaient préalablement à cette date, les seuils de 95% des droits de vote et 90%, 2/3, 50%, 1/3, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la société Otor et ne plus détenir aucun titre de cette société ;
- La société Packaging Investment 2 Sàrl a déclaré avoir franchi individuellement en baisse, le 1^{er} septembre 2010, les seuils de 10% du capital et 5% du capital et des droits de vote de la société Otor et ne plus détenir aucun titre de cette société.
- Ces franchissements de seuils résultent de la cession par les déclarants, le 1^{er} septembre 2010, (i) de l'intégralité du capital de la société Otor Finance et (ii) de 3.293.312 actions Otor, au profit de la société DS Smith Hêtre Blanc ».

6.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Néant.

¹⁷ Cf. Décision et Information n°210CO863 de l'AMF en date du 3 septembre 2010.

¹⁸ Cf. Décision et Information n°210CO872 de l'AMF en date du 6 septembre 2010.

¹⁹ Sociétés de droit luxembourgeois contrôlées par le fonds Carlyle Europe et affiliées, anciennement dénommées Carlyle (Luxembourg) Holdings 1 et Carlyle (Luxembourg) Holdings 2.

6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Néant.

6.6 Accords entre actionnaires dont Otor S.A. a eu connaissance

Néant.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts d'Otor S.A.

- (a) Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration d'Otor S.A.

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, nommés par l'assemblée générale des actionnaires.

Les administrateurs sont nommés pour une durée d'une année. Leur mandat prend fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires statuant sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat desdits administrateurs.

Les administrateurs sont indéfiniment rééligibles.

- (b) Règles applicables aux modifications des statuts d'Otor S.A.

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de modification des statuts.

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

- (a) Délégations de pouvoirs et de compétences au conseil d'administration d'Otor S.A.

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration de la Société ne dispose pas de délégations particulières.

- (b) Règlement intérieur du conseil d'administration d'Otor S.A.

Néant.

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« 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 ».

5 octobre 2010,

Otor S.A.

Représentée par Monsieur Jean-Marie PAULTES, directeur général