

OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

visant les titres de la société



Initiée par les sociétés

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

Présentée par



ÉTABLISSEMENT PRESENTATEUR ET GARANT

PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIÉTÉS D&P PME IV, EFFI INVEST I ET OUTSIDE LIVING INDUSTRIES

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

DURÉE DE L'OFFRE : 10 jours de négociation.

Avis Important

Sous réserve de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers, à 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 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, le présent projet de note d'information conjointe a été établi par les sociétés D&P PME IV et EFFI INVEST I conjointement avec la société OUTSIDE LIVING INDUSTRIES, et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 4 octobre 2011.

Cette offre et le Présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

La présent projet de note d'information est disponible sur les sites Internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) et des sociétés OUTSIDE LIVING INDUSTRIES (www.outsideliving.com) et D&P PME IV (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

INVEST SECURITIES

73 boulevard Haussmann
75008 Paris

FRANCE

D&P PME IV

152 Avenue de Malakoff

75116 PARIS

FRANCE

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	5
1.1.3	Motifs et intérêt de l'opération pour la Société et ses actionnaires.....	6
1.2	Intentions de l'Initiateur.....	7
1.2.1	Stratégie politique et industrielle et poursuite de l'activité	7
1.2.2	Composition des organes de direction de la Société	7
1.2.3	Orientations en matière d'emploi	7
1.2.4	Fusion	7
1.2.5	Synergies envisagées.....	7
1.2.6	Politique de distribution de dividendes	7
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	7
1.4	Caractéristiques de l'Offre.....	7
1.4.1	Conditions de l'Offre.....	7
1.4.2	Titres visés par l'Offre.....	8
1.4.3	Modalités de l'offre	8
1.5	Calendrier indicatif de l'Offre	9
1.6	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	10
1.7	Régime fiscal de l'Offre.....	10
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	10
1.7.2	Personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés.....	11
1.7.3	Autres actionnaires	12
1.8	Mode de financement de l'Offre et frais liés à l'opération.....	12
2.	ÉLEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	13
2.1	Synthèse	13
2.2	Présentation du groupe OLIN	13
2.3	Méthodologie	14
2.3.1	Méthode retenue : Actif Net Réévalué	14
2.3.2	Méthodes écartées.....	16
2.3.3	Autres valeurs de référence	16

2.4	Hypothèses retenues et sources des informations utilisées.....	16
2.4.1	Informations mises à disposition.....	16
2.4.2	Hypothèses communes pour la détermination de la valeur par action.....	17
2.5	Appréciation de l’Offre au regard des différents éléments d’appréciation retenus	17
2.5.1	Valorisation par l’Actif Net Réévalué (ANR)	17
2.5.2	Autres références	23
2.5.3	Annexes	24
3.	RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT.....	27
4.	AVIS DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE OLIN, SOCIETE VISEE PAR L’OFFRE ET LE RETRAIT OBLIGATOIRE.....	73
5.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE	74
5.1	Pour l’Initiateur	74
5.2	Pour la Société visée OLIN.....	74
5.3	Établissement Présentateur	74

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.

1.1 Motifs de l'opération

1.1.1 Historique

OLIN a procédé à une augmentation de capital d'un montant brut total de 17 808 925,50 euros afin de reconstituer partiellement ses capitaux propres conformément aux dispositions de l'article L.225-248 du Code de commerce.

Cette 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 été souscrite à 79,27%.

D&P PME IV et EFFI INVEST I, agissant de concert, ont souscrit à titre irréductible et réductible un nombre total de 174 283 620 actions nouvelles et libéré le montant global de leur souscription, soit 17 428 362 euros, exclusivement par voie de compensation de créances. Le Concert avait dès lors franchi en hausse les seuils de 95% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de cette opération.

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	Part K %	Dt Vote*	% Dt Vote*
D&P PME IV	108 863 900	60,25%	109 863 900	60,1%
Effi Invest I	66 919 720	37,03%	67 419 720	36,9%
Sous Total Concert	175 783 620	97,28%	177 283 620	97,0%
Divers et public	4 910 280	2,72%	4 465 983	3%
Total	180 693 900	100,00%	182 749 603	100,00%

*En nombre de droits de vote théoriques

➤ Actionnariat post opération

Si toutes les actions non détenues, directement ou indirectement, par le Concert sont apportées à l'opération, la répartition du capital post-opération sera la suivante :

Nom actionnaire	Nbre actions	Part K %	Dt Vote*	% Dt Vote*
D&P PME IV	111 319 040	61,61%	112 319 040	61,65%
Effi Invest I	69 374 860	38,39%	69 874 860	38,35%
Sous Total Concert	180 693 900	100,00%	182 193 900	100,0%
Total	180 693 900	100,00%	182 193 900	100,00%

*En nombre de droits de vote théoriques

➤ 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.

Au cours des douze mois précédant le dépôt du présent projet d'offre, le Concert a ainsi acquis un nombre total de 174 283 620 actions OLIN au prix de 0,10 € par action.

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 visant la totalité des actions OLIN non détenues par lui directement ou indirectement, conformément à l'article 236-3 du Règlement général.

Cette offre publique de retrait, qui sera suivie d'un retrait obligatoire, vise à offrir une liquidité immédiate aux actionnaires minoritaires de OLIN désireux de réaliser leur investissement, dans le contexte boursier actuel.

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.

Le caractère équitable de 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 portant sur la totalité des actions OLIN non encore détenues à ce jour, directement ou indirectement par le Concert suivie d'un retrait obligatoire. 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.

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).

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) et de OLIN (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), de D&P PME IV (www.dp-finance.fr) et de OLIN (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 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 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, créditera 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 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 (www.amf-france.org), de D&P PME IV et de OLIN (www.outsideliving.com).
18 octobre 2011	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe.
19 octobre 2011	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de D&P PME IV et de OLIN (www.outsideliving.com) 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.

20 octobre 2011	Ouverture de l'Offre.
2 novembre 2011	Clôture de l'Offre.
3 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.

Les titulaires d'actions OLIN en dehors de la France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la participation à l'Offre et la distribution de la présente note d'information peuvent faire l'objet de restrictions hors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes disposant de la présente note d'information doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays.

Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont 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.

Sous la même condition tenant au montant annuel des cessions de valeurs mobilières, 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 %.

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 5 % (relevé au taux de 10% pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2011) 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, et (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 bénéfices.

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.

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.

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
Méthodes retenues			
Opération sur titre	18,1	0,10	0,0%
Actif Net Réévalué	3,8	0,02	79,0%
Autres références			
Dernier cours (24/08/2011)	16,3	0,09	10,0%
Cours moyen pondéré 3 mois	28,1	0,16	-55,6%
Cours moyen pondéré 1 an	30,2	0,17	-67,3%
Cours le plus haut 1 an	74,1	0,41	-310,0%
Cours le plus bas 1 an	16,3	0,09	10,0%
Actif net au 30/09/10	-20,2	-0,11	n.c.
Actif net au 31/03/11	-20,9	-0,12	n.c.

	1 mois	3 mois	YTD	1 an
Variation du cours	-18,2%	-17,0%	-38,0%	-63,2%
Cours minimum	0,09 €	0,09 €	0,09 €	0,09 €
Cours maximum	0,12 €	0,41 €	0,41 €	0,41 €
Volume cumulé	68 814	395 973	579 997	1 038 692

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 Breme. 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.

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

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 font l'objet d'une location financière avec option d'achat auprès d'ING Real Estate. L'exercice de l'option d'achat peut donner lieu à une plus-value. Cette option doit donc être valorisée séparément.

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

- un ensemble immobilier industriel de 7 488m² (entrepôts) ;
- un ensemble immobilier de 9 125m² (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.

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).

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 fabriquant des produits identiques à ceux de groupe OLIN ou de ses filiales.

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.

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 :

(en m€)	au 31 mars 2011
Passifs financiers non-courants	37,2
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)	-17,8
Actifs financiers	-0,1
Impôts différés actifs	-0,3
Dette Financière Nette Retenue	31,4

* Les passifs financiers courants correspondent en majeure partie à des crédits de campagne. Le montant de ces crédits varie avec le niveau de l'activité, nous avons donc lissé le montant sur l'année pour le désaisonnaliser. 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 avons fait la moyenne entre le chiffre de mars et notre estimation de septembre et avons abouti à 11,9m€. (En annexe se trouve un graphe présentant la saisonnalité des crédits de campagne.)

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 moyenne de ces deux valeurs : 5,77m€. En effet, nous considérons que la possibilité d'une vente forcée n'est pas à exclure, si les difficultés financières du groupe venaient à perdurer.

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 peut être levée aux dates et aux conditions suivantes :

- le 1er janvier 2012, pour un montant de 2,51m€ ;

- le 1er janvier 2013, pour un montant de 2,46m€.

Pour notre valorisation, nous avons retenu la moyenne de ces deux valeurs : 2,49m€.

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 2,2m€.

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 Breme.

Valorisation par les flux de trésorerie futurs disponibles

Pour KARIBU nous avons commencé par prendre le business plan fourni par la société jusqu'à fin 2014. Sur cette période, la marge d'exploitation oscille entre 3,3% et 3,6%.

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%. 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 le coût moyen pondéré du capital. Celui-ci se calcule à partir du coût du capital et du coût net de la dette.

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%. Le coût net se calcule de la dette se calcule après avoir pris en compte le taux d'IS (impôt sur les sociétés), en l'occurrence 29,9% pour l'Allemagne. Le coût net de la dette s'établit ainsi à 3,2% et 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 coût du capital est déterminé par le dernier taux sans risque (celui de l'OAT 10 ans, au 22 août 2011), la dernière prime de marché (celle de Factset, au 22 août 2011) et le bêta de la société. La société étant faiblement liquide et ayant un faible flottant, son bêta n'est pas représentatif. Nous avons décidé d'estimer le bêta à partir d'un échantillon de sociétés comparables décrit en annexe. Celui-ci ressort à 0,61.

	09/11	09/12	09/13	09/14	09/15	09/16	09/17	09/18	09/19	09/20	09/21	Normatif
Valeur des Fonds Propres	4,4	5,2	5,9	6,6	7,3	8,0	8,7	9,4	10,1	10,8	11,5	12,2
Endettement net	2,3	2,7	3,0	3,4	3,8	4,1	4,5	4,8	5,2	5,6	5,9	6,3
Taux sans risque	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Prime de Marché	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Bêta	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61
Coût du capital	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Coût de la dette	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Taux d'imposition	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Coût net de la dette	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Dette nette	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%
Fonds propres	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%	66,1%
Taux d'actualisation	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%

m€	09/11	09/12	09/13	09/14	09/15	09/16	09/17	09/18	09/19	09/20	09/21	Normatif
Chiffre d'affaires	34,6	36,3	38,1	39,6	40,3	41,2	42,0	42,8	43,7	44,5	45,4	45,9
Résultat d'Exploitation	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
<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
Excédent Brut d'Exploitation	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
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
Excédent Net d'Exploitation	1,4	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
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
Free Cash Flow d'exploitation	0,7	0,7	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
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	

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
Valorisation globale (m€)	16,9

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
6,3%	16,3	16,5	16,6	16,7	16,9	17,0	17,1	17,3	17,5	17,6
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

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).

	EV/CA		EV/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. (CI 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
Médiane	0,6	0,6	7,9	11,3
Chiffres KARIBU	34,0	34,6	1,2	0,7
FP KARIBU (m€)				8,0
Dettes nettes KARIBU				2,3
VE KARIBU (m€)	20,8	19,2	9,1	10,2

Source : Factset au 24 août 2011

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

Synthèse des méthodes

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

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

De manière identique à KARIBU, nous avons pris le business plan fourni par la société pour UBBINK jusqu'à fin 2014. Sur cette période, la marge d'exploitation oscille entre 4,1% et 4,5%.

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%. 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 le coût moyen pondéré du capital. Celui-ci se calcule à partir du coût du capital et du coût net de la dette.

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%. Le coût net se calcule de la dette se calcule après avoir pris en compte le taux d'IS (impôt sur les sociétés), en l'occurrence 25,5% pour les Pays-Bas. Le coût net de la dette s'établit ainsi à 4,3% et 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 coût du capital est déterminé par le dernier taux sans risque (celui de l'OAT 10 ans, au 22 août 2011), la dernière prime de marché (celle de Factset, au 22 août 2011) et le bêta de la société. La société étant faiblement liquide et ayant un faible flottant, son bêta n'est pas représentatif. Nous avons décidé d'estimer le bêta à partir d'un échantillon de sociétés comparables décrit en annexe. Celui-ci ressort à 0,61.

	09/11	09/12	09/13	09/14	09/15	09/16	09/17	09/18	09/19	09/20	09/21	Normatif
Valeur des Fonds Propres	5,0	5,8	6,7	7,6	8,5	9,3	10,2	11,0	11,9	12,7	13,6	14,4
Endettement net	2,2	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2	4,5	4,9	5,3	5,7	6,1	6,4
Taux sans risque	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Prime de Marché	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Béta	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61
Coût du capital	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Coût de la dette	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Taux d'imposition	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
Coût net de la dette	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Dette nette	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%
Fonds propres	69,1%	69,1%	69,1%	69,1%	69,1%	69,1%	69,1%	69,1%	69,1%	69,1%	69,1%	69,1%
Taux d'actualisation	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	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
Chiffre d'affaires	32,2	35,2	37,2	39,1	39,9	40,7	41,5	42,3	43,2	44,0	44,9	45,4
Résultat d'Exploitation	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0
<i>Marge d'exploitation</i>	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
Excédent Brut d'Exploitation	1,7	1,9	2,0	2,1	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5
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%
Impot 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
Excédent Net d'Exploitation	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0
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
Free Cash Flow d'exploitation	1,1	0,7	0,9	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4
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	0,74	0,71	0,68	

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
Valorisation globale (m€)	21,9

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	
6,8%	21,2	21,4	21,5	21,7	21,9	22,0	22,2	22,4	22,6	22,8	
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	

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).

	EV/CA		EV/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. (CI 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
Médiane	0,6	0,6	7,9	11,3
Chiffres UBBINK	33,3	32,2	1,5	0,7
FP UBBINK (m€)				8,4
Dette nette UBBINK				2,2
VE UBBINK (m€)	20,3	17,8	11,9	10,7

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

Synthèse des méthodes

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

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	2,2
Dette financière nette	31,4
Valeur des fonds propres réévalués	3,8

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 :

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%
Sous Total Concert	175 783 620	97,3%	177 283 620	97,0%
Divers et public	4 910 280	2,7%	5 465 983	3,0%
Total	180 693 900	100,0%	182 749 603	100,0%

Source : Société

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'établit actuellement à 0,09€ :

	1 mois	3 mois	YTD	1 an
Variation du cours	-25,0%	-15,8%	-38,0%	-62,9%
Cours minimum	0,09 €	0,09 €	0,09 €	0,09 €
Cours maximum	0,12 €	0,41 €	0,41 €	0,41 €
Volume cumulé	118 755	401 171	577 663	1 039 030

Source : Factset au 24 août 2011

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 l'admission à la cotation des nouveaux titres, le 13 juillet dernier, 321 742 titres se sont échangés, ce qui représente un taux de rotation du capital de 0,18%. Par comparaison, sur la période du 1er janvier au 12 juillet, 255 942 titres se sont échangés, ce qui représente un taux de rotation du capital de 9,83%.

Nous prenons comme référence le taux de rotation du capital depuis le 13 juillet, puisqu'il est calculé à partir du capital existant à l'heure actuelle. Ainsi, avec ce taux, il faudrait plus de 66 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 13 juillet) rendent cette méthode peu pertinente pour l'évaluation de la valeur du groupe.

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€.

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

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€.

Calcul du Bêta

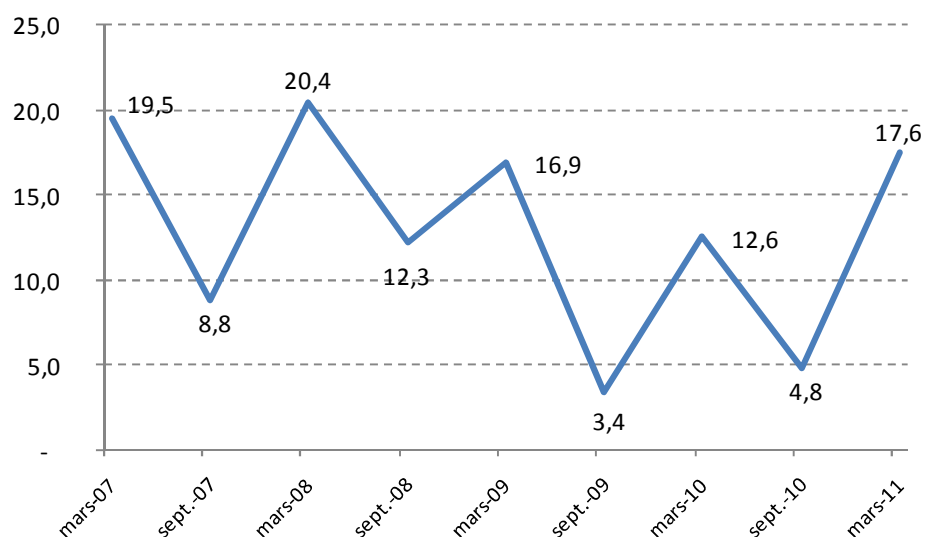
Nous avons pris la moyenne des médianes des bêtas 1 an par rapport au CAC all shares, au CAC consumer goods et au CAC Mid& Small.

Béta 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. (Cl 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%
Médiane	59,9%	56,7%	66,4%
Moyenne des bétas			61,0%

Source : Factset au 24 août 2011

Saisonnalité des crédits de campagne

Les crédits de campagne ont montré une forte saisonnalité sur les 4 derniers exercices.



3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le Directoire de OLIN, dans sa séance du 31 août 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.

Document de travail communiqué pour information préalable
Susceptible de modifications

● **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.	Méthode retenue à titre principal : l'actif net réévalué -----
1.2.	Référence de valorisation retenue à titre principal : la référence aux opérations réalisées sur le capital de la Société-----
1.3.	Référence de valorisation retenue à titre secondaire : la référence au cours de bourse -----
1.4.	Références 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.	Méthode 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 -----
3.1.	Méthodes d'évaluation écartées-----
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 de l’option d’achat sur l’immobilier Ubbink-----
3.	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'acquérir 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 180 693 900 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 indépendant¹ 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.

¹ 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)², 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 principalement³ :

- 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 euros⁴.

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%)⁵.

² Source : Rapport financier Olin 2010

³ Source : Etude Xerfi, « Jardineries et LISA », novembre 2010

⁴ Source : Etude BVA/Fiskars, février 2009 pour LSA

⁵ 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%⁶.

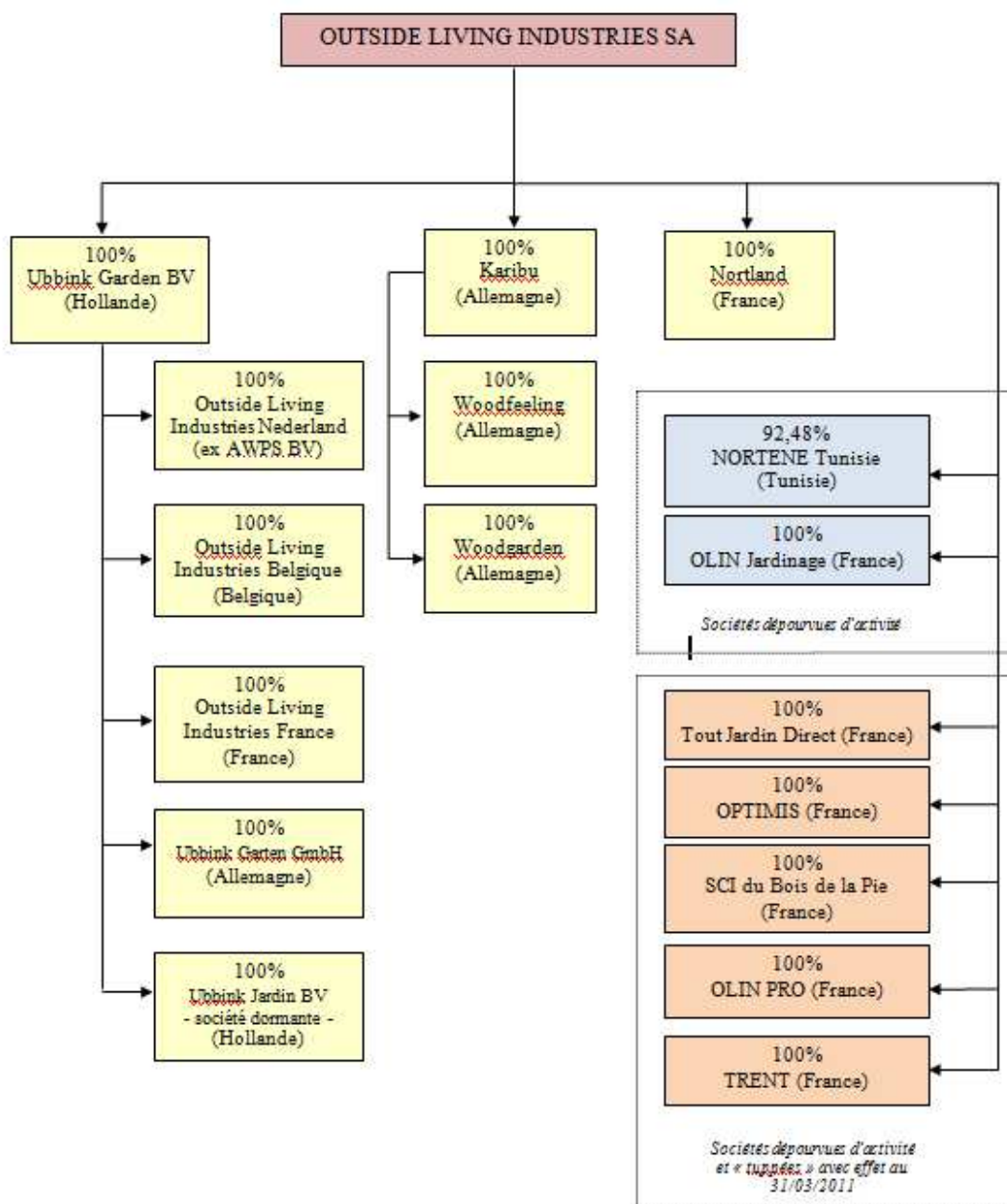
2. Organisation du Groupe

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.

⁶ Source : Equipe marketing du Groupe, Document de référence 2010

Organigramme du Groupe Olin



Source : Olin SA, septembre 2011

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%
Total Concert	97,28%	97,00%
Divers et Public	2,72%	3%
Total	100,00%	100,00%

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'euros⁷.

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.

⁷ 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 Interma 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 bilanciels 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
Croissance		-2,6%
Chiffre d'affaires intragroupe	576	542
Croissance		-5,9%
Chiffres d'affaires ("CA")	34 062	33 159
Evolution CA		-2,7%
COGS	17 395	17 720
COGS / CA	51,1%	53,4%
EBITDA	2 958	1 567
EBITDA / CA	8,7%	4,7%
Dotations aux amortissements	546	549
DA/CA	1,6%	1,7%
EBIT	2 412	1 018
EBIT/CA	7,1%	3,1%

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

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
Actif non courant	14 838	1 691	1 300	12 943	12 939
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
Actif courant	1 575	9 570	15 258	19 782	22 029
Total de l'actif	16 413	11 261	16 558	32 725	34 968
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
Capitaux propres	-5 609	3 756	5 227	-20 232	-18 727
Provisions	6	330	961	1 154	1 098
Passifs financier	20 281				32
Passif non courant	20 287	330	961	1 154	1 130
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
Passif courant	1 735	7 175	10 370	51 803	52 565
Total passif et capitaux propres	16 413	11 261	16 558	32 725	34 968

Source : Olin SA

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€⁸ 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 2010⁹ 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 2010¹⁰.

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.

⁸ Source : Information financière semestrielle au 30 juin 2011

⁹ Les BFR économiques sont calculés à partir des besoins financiers hebdomadaires moyens rapportés au CA 2010.

¹⁰ 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.

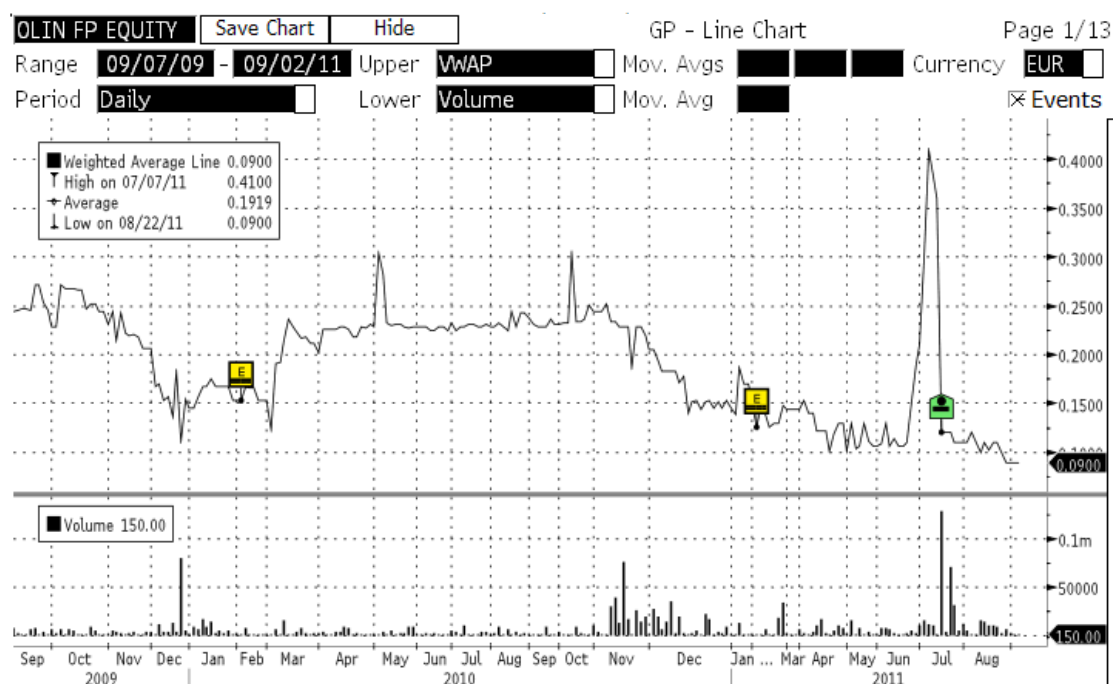
Le prix par action de 0,10€ relatif à l'augmentation de capital de juin 2011 constitue donc une référence pertinente.

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* »¹¹ : 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 Staunton¹².

¹¹ Site internet <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, données actualisées en janvier 2011.

¹² 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
Sociétés retenues					
Panel 1					
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%
Panel 2					
Piscines Desjoyaux	60	0,80	34,4%	0,71	22%
Moyenne		0,91		0,96	
Mediane		0,89		1,00	

Source : Bloomberg

Le bêta des fonds propres applicable à Karibu ressort ainsi à 1,14 et celui applicable à Ubbink à 1,15¹³. 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 : Damodaran¹⁴). 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%.

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

¹³ La différence de bêta entre Ubbink et Karibu provient d'un taux d'imposition différent

¹⁴ Site internet <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, données actualisées en janvier 2011.

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
Espérance actualisé au CMPC Ubbink			2 670 948 €

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 opérationnelle¹⁵ 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.

¹⁵ 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
Panel 1							
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%
Moyenne			-1,9%	4,1%	-1,4%	2,5%	5,2%
Médiane			-1,9%	4,1%	-1,4%	2,5%	5,2%
Panel 2							
Piscines Desjoyaux	72	75	5,1%	6,1%	9,8%	nd	nd
Piscines Group	25	33	na	nd	3,1%	nd	nd
Moyenne			5,1%	6,1%	6,5%	nd	nd
Médiane			5,1%	6,1%	6,5%	nd	nd
Moyenne totale			-0,2%	4,6%	1,8%	2,5%	5,2%
Médiane totale			-0,2%	4,6%	1,8%	2,5%	5,2%

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-dessous¹⁶ :

Agrégats				
Année de référence	CA			Moyenne
	2010	2011	2012	
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	
Valeur d'Entreprise Ubbink induite (en K€)	13 519	12 919	12 837	13 092
Agrégats				
Année de référence	EBITDA			Moyenne
	2010	2011	2012	
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	
Valeur d'Entreprise Ubbink induite (en K€)	8 150	12 126	10 743	10 340
Agrégats				
Année de référence	EBIT			Moyenne
	2010	2011	2012	
Multiple médian observé sur les comparables boursiers	11,71x	9,98x	7,87x	
Agrégat après retraitement des droits de livraison	713	1 318	1 509	
Valeur d'Entreprise Ubbink induite (en K€)	8 332	13 155	11 872	11 126

Source : Olin, Bloomberg, Reuters

¹⁶ 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'immobilier¹⁷. 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-dessous¹⁸ :

Agrégats		CA			Moyenne
Année de référence		2010	2011	2012	
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	
Valeur d'Entreprise Karibu induite (en K€)		13 349	13 802	13 149	13 433

Agrégats		EBITDA			Moyenne
Année de référence		2010	2011	2012	
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	
Valeur d'Entreprise Karibu induite (en K€)		9 788	10 470	8 861	9 706

Agrégats		EBIT			Moyenne
Année de référence		2010	2011	2012	
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	
Valeur d'Entreprise Karibu induite (en K€)		11 925	11 538	10 204	11 222

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 provisions¹⁹. 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.

¹⁷ 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.

¹⁸ Les droits de livraison ont été considérés comme venant en diminution du chiffre d'affaires brut.

¹⁹ 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	Devis	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**
Moyenne							12,1

* : 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
Valeur d'Entreprise Ubbink induite (en K€)	8 596
Valeur des fonds propres Ubbink induite (en K€)	5 558

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
Valeur d'Entreprise Karibu induite (en K€)	12 274
Valeur des fonds propres Karibu induite (en K€)	8 896

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
Ubbink			
Méthode retenue à titre principal - DCF	14,3	20,6	17,5
Méthodes retenues à titre indicatif			prime / décote*
Multiples boursiers	7,3	10,1	-50%
Multiples de transactions comparables	5,6	5,6	-68%
Karibu			
Méthode retenue à titre principal - DCF	5,4	11,1	8,3
Méthodes retenues à titre indicatif			prime / décote*
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	Capitaux propres	-5 609	3 832
Immobilisations corporelles	15	15			
Participation Karibu		8 254			
Participation Ubbink		17 459			
Participation Nortland		-179			
Participation Nortene Tunisie		-1 252			
Participation Olin Jardinage		-18			
Immobilisations financières	14 823	24 264			
Total Immobilisations	14 838	24 279	Provisions	6	6
Clients et autres créances	906	906	Dettes financières	20 281	20 281
Valeurs mobilières de placement	0	0			
Disponibilités	612	612	Fournisseurs et autres dettes	1 735	1 735
Total Actif circulant	1 518	1 518			
Comptes de régularisation - actif	57	57			
Total Actif	16 413	25 854	Total Passif	16 413	25 854

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

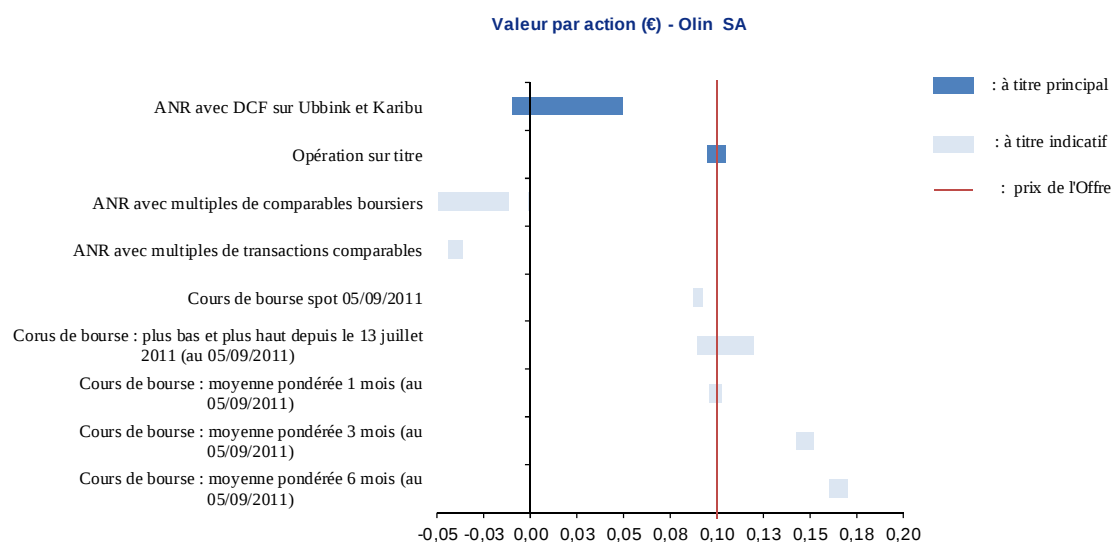
La Société nous a confirmé que les reports déficitaires d'Olin SA ne sont pas susceptibles d'être récupérés compte tenu de la situation financière du Groupe. Le Management nous a indiqué qu'au 30/09/2010, le total des déficits cumulés s'élevait à plus de 37M€ pour le périmètre d'intégration fiscale, 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.



OLIN SA - Valeur par action (en €)				
	Min	Max	Valeur retenue	Prime / (décote) de l'Offre par rapport aux valorisations
Prix de l'Offre			0,10	
<u>Valorisation à titre principal</u>				
ANR avec DCF sur Ubbink et Karibu	(0,01)	0,05	0,02	400%
Opération sur titre			0,10	-
<u>Valorisation à titre indicatif</u>				
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	
Pour Olin SA	Valeur par action	Valeur par action			
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
Pour Ubbink	Valeur d'Entreprise	Valeur d'Entreprise			
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
Pour Karibu	Valeur d'Entreprise	Valeur d'Entreprise			
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

0,02 € : 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'Etablissement 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'Etablissement 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'Etablissement 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'Etablissement 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'Etablissement 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'Etablissement Présentateur ;
 - par un bêta estimé par l'Etablissement 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'Etablissement 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'Etablissement 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'Etablissement 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'Etablissement 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'Etablissement 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'Etablissement 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'Etablissement Présentateur et nous. Concernant Karibu, nous aboutissons à une valeur d'environ 30% inférieure à celle estimée par l'Etablissement Présentateur.

2. Valorisation de l'option d'achat sur l'immobilier Ubbink

L'Etablissement Présentateur a retenu comme valeur future de l'immobilier la valeur estimée par l'Expert Immobilier en février 2009 en faisant l'hypothèse qu'une vente de gré à gré avait la même probabilité d'occurrence qu'une vente forcée. Il a également considéré que l'exercice de l'option pourrait se faire soit au 01/01/2012 soit au 01/01/2013 (50% de probabilité affectée à chacune de ces dates), et la plus-value potentielle a été actualisée au taux d'actualisation estimé pour le Groupe.

De notre côté, nous n'avons retenu qu'une seule date d'exercice (01/01/2012), la levée d'option pour un exercice au 01/01/2012 ayant eu lieu récemment. Nous avons estimé la valeur future du sous-jacent immobilier (au 01/01/2012) sur la base d'une hypothèse de vente de gré à gré (valeurs estimées par l'Expert Immobilier), et nous avons retenu comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital d'Ubbink.

3. 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 éloignés 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 et 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 (laises, 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	

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%
Moyenne		-9,1%	-1,8%	-17,5%	3,7%	4,3%	2,7%
Mediane		-10,6%	-3,9%	-17,5%	1,8%	3,8%	3,3%
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					
Activité Ubbink (exercices clos à fin septembre)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chiffre d'affaires avec tierces 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%			
Chiffres d'affaires ("CA")	34 777	33 308	32 154	35 184	37 188	39 108
<i>Evolution CA</i>		-4,2%	-3,5%	9,4%	5,7%	5,2%
COGS	20 322	19 300	18 444	20 755	22 255	23 458
<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%
EBITDA	-318	1 090	1 676	1 909	1 978	2 147
<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>
EBIT		713	1 318	1 509	1 578	1 747
<i>EBIT/CA</i>		<i>2,1%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,5%</i>
BFR moyen	4 792	4 590	4 431	4 848	5 124	5 389
<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
Activité Karibu (exercices clos à fin septembre)						
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%
Chiffres d'affaires ("CA")	34 062	33 159	34 613	36 295	38 086	39 558
<i>Evolution CA</i>		-2,7%	4,4%	4,9%	4,9%	3,9%
COGS	17 395	17 720	18 744	19 582	20 818	21 835
<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%
EBITDA	2 958	1 567	1 721	1 847	1 806	1 853
<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>
Dotations aux amortissements	546	549	565	550	550	550
<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>
EBIT	2 412	1 018	1 156	1 297	1 256	1 303
<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>
BFR moyen	4 215	4 103	4 283	4 491	4 713	4 895
<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
Investissements nets			235	220	220	220

Annexe 6 : DCF d'Ubbink

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

Annexe 7 : DCF de Karibu

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

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

bénéficier 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