



**RAPPORT D'ÉVALUATION INDEPENDANTE
PORTANT SUR LA VALEUR DES ACTIONS DE LA
SOCIETE OLIN A L'OCCASION D'UNE
AUGMENTATION DE CAPITAL**

Sommaire

I.	CONTEXTE DE LA MISSION	3
II.	LIMITATIONS.....	3
II.1.	INDICATION DES SOURCES DES INFORMATIONS UTILISEES	4
III.	PRESENTATION DE OLIN ET CONTEXTE DE L'OPERATION.....	5
III.1.	PRESENTATION DE OLIN (SOCIETE EMETTRICE).....	5
III.1.A.	ORGANIGRAMME DU GROUPE.....	6
III.1.B.	OLIN	6
III.1.C.	PRINCIPALES FILIALES OPERATIONNELLES	7
III.1.D.	PRINCIPALES FILIALES SANS ACTIVITE.....	7
III.1.E.	BIENS IMMOBILIERS.....	8
III.2.	CONTEXTE DE L'OPERATION	8
III.2.A.	SITUATION DE OLIN.....	8
III.2.B.	CONTEXTE ET MODALITES DE L'OPERATION	10
IV.	EVALUATION DE OLIN	12
IV.1.	METHODE ECARTEE : REFERENCE AU COURS DE BOURSE DE LA SOCIETE OLIN 12	
IV.2.	METHODE D'EVALUATION RETENUE POUR EVALUER LA SOCIETE OLIN : METHODES PATRIMONIALES	15
IV.2.A.	L'ACTIF NET COMPTABLE.....	15
IV.2.B.	L'ACTIF NET REEVALUE.....	15
V.	CONCLUSION.....	25
VI.	ANNEXE.....	27
VI.1.	SOCIETES COMPARABLES.....	27

I. Contexte de la mission

OUTSIDE LIVING INDUSTRIES SA (ci-après « OLIN ») est le holding du groupe OLIN spécialisé dans la distribution de produits d'équipement et de décoration des jardins.

OLIN souhaite procéder à une augmentation de capital avec maintien du DPS de 22 500 000 euros par émission de 225 000 000 d'actions nouvelles au prix de **0,10 euro par action** (valeur nominale de l'action). Cette augmentation de capital est garantie à 75% par le Concert (§ VI.2.b).

Dans ce cadre la société vous avez confié au cabinet Mazars une mission d'expertise dans le but d'établir un rapport d'évaluation indépendante des actions de la société Olin.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Examiner le contexte de l'opération,
- Valider les données chiffrées retenues avec les documents juridiques, comptables et financiers,
- Rencontrer les dirigeants de la société OLIN et le cabinet JFI Expertise, le cabinet qui a notamment conseillé la société Olin dans la préparation des données projetées,
- Examiner les données financières de la société OLIN et ses filiales au 30 septembre 2010,
- Analyser le cours de bourse de la société OLIN,
- Mettre en œuvre une approche de valorisation multicritère,
- Justifier l'impossibilité de mettre en œuvre les méthodes d'évaluation non utilisables, le cas échéant ;
- Rédiger un rapport d'évaluation.

II. Limitations

Limitations générales

Les informations contenues dans le présent document ne sauraient engager la responsabilité de Mazars, notamment en ce qui concerne leur exactitude et leur exhaustivité.

Ce document doit être traité de manière strictement confidentielle. Il est réservé à l'usage du management du groupe Olin et dans le contexte de l'opération décrite ci avant. Il ne doit, notamment, pas être communiqué à des tiers sans l'accord de Mazars et ne doit pas être utilisé dans un autre contexte. Mazars n'acceptera aucune responsabilité dans le cas où ce rapport serait utilisé pour partie de son contenu par tout autre tiers ou pour tout autre motif.

Nos travaux ont été menés uniquement pour votre information dans le contexte précité. Ils ne constituent ni un audit ni une revue limitée des comptes de Olin au sens des normes de la profession. En conséquence, nous n'émettons aucune opinion sur les informations présentes dans les différentes parties de ce document. Si nous avons réalisé des diligences complémentaires ou eu accès à d'autres informations, de nouveaux éléments auraient pu être identifiés et inclus dans nos analyses.

En outre, notre approche de valorisation prend en compte dans une large mesure des données budgétaires et prévisionnelles élaborées par la direction du groupe. Ces données présentent de par leur nature même un caractère incertain, inhérent à tout élément prospectif. Les résultats futurs sont donc susceptibles de différer des estimations retenues dans le cadre de ces travaux. En conséquence, aucune information prévisionnelle ne pourra être interprétée comme un engagement formel ou une quelconque garantie de résultat pour le futur.

La direction de Olin demeure seule responsable de l'exactitude et de l'exhaustivité des informations qui nous ont été transmises, notre intervention se limitant à porter à votre attention les conclusions factuelles résultant de nos travaux.

L'ensemble des termes et conditions de notre mission figure dans notre lettre d'engagement du 18 février 2011.

Limitations particulières

Nous avons tenu compte des limitations particulières suivantes :

- Au cours de notre mission, nous avons été amenés à utiliser les données mises à notre disposition par la société Olin ainsi que des données publiques provenant d'autres sources. Nos conclusions dépendent du degré de précision, d'exhaustivité et de fiabilité de ces données. Nous rappelons que toute évolution affectant le secteur dans lequel opère la société Olin ainsi que toute inexactitude ou imprécision des données nous ayant été communiquées peuvent avoir des impacts très significatifs sur nos conclusions ;
- les données relatives aux trois premiers mois de l'exercice 2011 qui nous ont été confiées résultent de la meilleure vision à date par le management de la situation bilancielle et du compte de résultat au 31 décembre 2010 de Olin SA, de Karibu et de Ubbink. Ces éléments restaient cependant provisoires et non audités, notamment en ce qui concerne l'endettement net ;
- La société nous a par ailleurs confirmé que les reports déficitaires de Olin SA au 31.12.10 ne sont pas susceptibles d'être récupérés compte tenu de la situation financière du groupe ;
- La société nous a confirmé qu'il n'existait pas d'engagements hors bilan significatifs autres que ceux qui sont mentionnés dans les annexes aux comptes annuels qui nous ont été communiqués ;
- La société nous a confirmé ne pas avoir connaissance au sein de Olin SA et de ses filiales d'actifs hors exploitation significatifs dont il aurait dû être tenu compte dans le cadre de l'évaluation.
- La société nous a confirmé que la déductibilité fiscale des management fees n'avait pas été remise en question jusqu'à ce jour. Notre rapport s'inscrit dans le cadre d'une déductibilité fiscale de ces management fees.

II.1. Indication des sources des informations utilisées

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations (cf . liste ci-dessous) qui nous ont été transmis par la société OLIN et les conseils de la Société.

Nous avons ainsi examiné les documents suivants concernant OLIN :

- Procès-Verbal de l'Assemblée Générale Extraordinaire du 20.07.2010
- Procès-Verbal de l'Assemblée Générale Mixte du 30.03.2010
- Statuts mis à jour par l'Assemblée Générale mixte du 30.03.2010
- L'information sur les actionnaires de la société OLIN SA au 17.01.2011
- L'information sur les provisions pour litiges, risques et charges de la société Outside Living Industries au 30 septembre 2010
- L'information sur l'endettement de la société Outside Living Industries au 31.12.2010
- Le Fichier de synthèse du budget 2010-2011
- Reporting sur le sous-groupe Karibu au 30.12.2010 et au 31.01.2011 (non audité)
- Reporting sur le sous-groupe Ubbink au 30.12.2010 et au 31.01.2011 (non audité)
- Rapport de gestion sur les opérations de l'exercice clos le 30.09.2010 pour Nortland
- Rapport de gestion sur les opérations de l'exercice clos le 30.09.2010 pour Outside Living France (OLIN France)
- Rapport de gestion sur les opérations de l'exercice clos le 30.09.2010 pour OLIN PRO
- Information sur la restructuration de la société OLIN SA (les éléments de la restructuration du groupe)
- Rapport de gestion sur les opérations de l'exercice clos le 30.09.2010 pour OPTIMIS
- Rapport de gestion sur les opérations de l'exercice clos le 30.09.2010 pour Tout Jardin Direct (TJD)
- Rapport de gestion sur les opérations de l'exercice clos le 30.09.2010 pour TRENT
- L'extrapolation par la société des principaux agrégats du budget 2011 sur deux années supplémentaires (ci-après « projections » ou « données projetées »)
- Le récapitulatif des hypothèses des données projetées entre 2011 et 2013
- L'information sur l'endettement financier de OLIN SA en social au 31.12.2010
- Le détail sur le budget 2011 de Ubbink
- La synthèse du budget 2011 de Ubbink
- Le détail sur le budget 2011 de Karibu
- La synthèse du budget 2011 de Karibu
- Le rapport d'évaluation au 23 février 2009 de l'immeuble de bureaux occupé par la société Ubbink
- Informations relatives au contrat de location avec option d'achat des bureaux occupés par la société Ubbink daté du 4 août 2010

Nous nous sommes fondés sur, et avons tenu pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude et l'exhaustivité de toutes les données, documents ou informations qui nous ont été communiqués ou auxquels nous avons eu accès sans que nous puissions encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations.



III. Présentation de OLIN et contexte de l'opération

III.1. Présentation de OLIN (société émettrice)

Créée en 1956, OLIN (ex Nortène) est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance dont le siège social est au 75, Avenue Parmentier 75011 Paris.

La société est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 461 500 233.

Le capital social de OLIN S.A. est de 260 464,50 eur divisé en 2 604 645 actions d'une valeur nominale de 0,1 eur.

Elle a été introduite au second marché de la Bourse de Paris le 18 octobre 1995 et est actuellement cotée sur Euronext de NYSE Euronext Paris (compartiment C) sous le code ISIN FR 0006626032 et le mnémonique OLIN.

OLIN est détenue, au 17 janvier 2011, par :

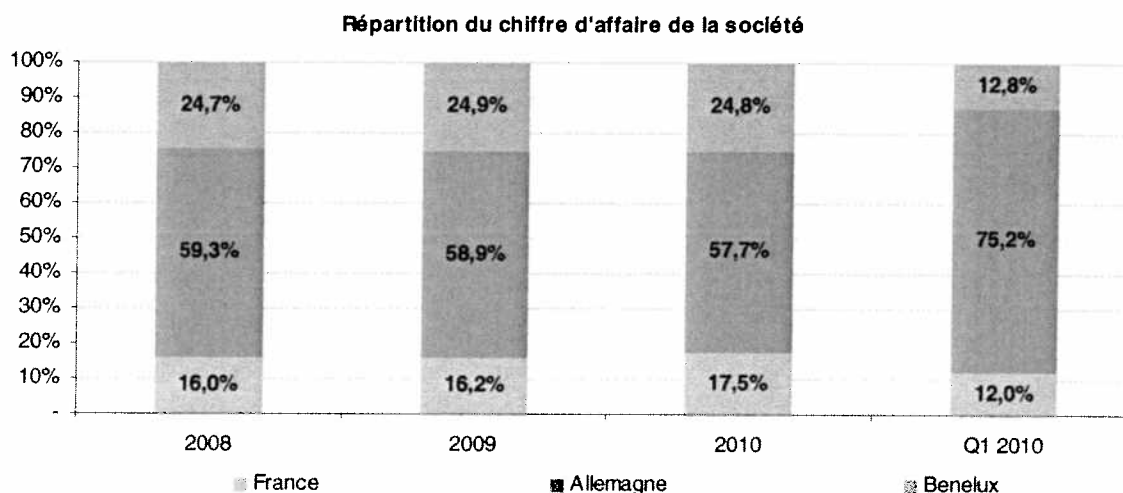
- D&P PME IV à hauteur de 38,39%,
- Effi Invest I à hauteur de 19,20%
- Domophi à hauteur de 14,71%
- Famille Vitou à hauteur de 7,43%
- Famille Gourlet à hauteur de 3,45%
- M. Wallon à hauteur de 2,51%
- Saint Germain Participations à hauteur de 1,92%
- DWP Bank à hauteur de 1,26%
- Autres à hauteur de 11,12%.

La proportion de flottant est estimée à 20,28%.

Le Groupe OLIN est spécialisé dans la distribution de produits d'équipements et de décoration de jardins. Ses marchés concernent principalement la protection et décoration du jardin, les équipements d'eau (bassins, fontaines décoratives) et les équipements bois (abris-chalets, piscines hors sol). Le Groupe OLIN développe également (hors de France) une activité de produits de protection et de décoration du jardin (article d'occultation, tuteurs, serres, voiles d'hivernage, anti-nuisibles).

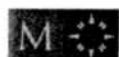
La clientèle de OLIN est constituée pour l'essentiel de grands distributeurs de produits de jardin (Castorama, Truffaut, Leroy Merlin, Obi, Honrbach, Otto Baumarkt, Verband, Hagebaumarkt, Intratuin).

Le Groupe est actif en Europe, en Allemagne (57,68% du chiffre d'affaires 2010), au Benelux (24,79% du CA 2010) et en France (17,53% du CA 2010).



Source : rapports annuels

Le Groupe évolue sur un marché saisonnier et lié au comportement des consommateurs face à des changements météorologiques. Ainsi peut-il être remarqué que près de 60% du chiffre d'affaires est réalisé entre les mois de mars et d'août.



MAZARS

- 5 -

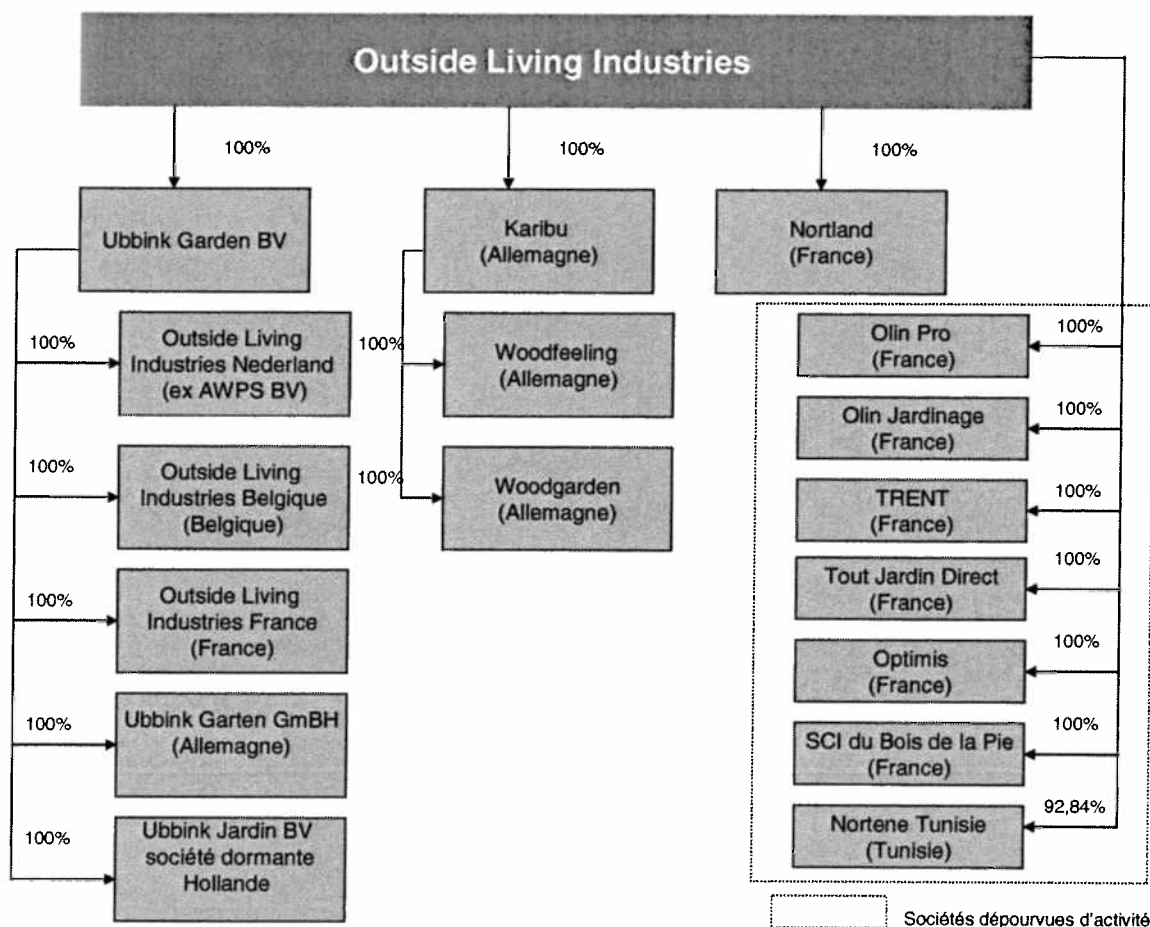
Mazars Financial Advisory Services - Strictement confidentiel

Il est également exposé à la variation du prix des matières premières (matières plastiques, bois) et à celui des frais de transport.

Le groupe a récemment opéré un recentrage sur le secteur du « jardin loisir » et du « bien être » au détriment de l'activité « jardin utilitaire », dont l'activité opérationnelle française a été cédée.

III.1.a. Organigramme du groupe

Au 30 septembre 2010, l'organigramme du groupe Olin est le suivant :



NORTLAND avait pris à bail commercial un entrepôt situé à Nieppe pour une durée expirant le 23 mars 2017. Suite à la réorganisation de la logistique du Groupe, l'entrepôt de Nieppe a été vidé de tout stock en mars 2010.

Aujourd'hui, Nortland n'a plus qu'une activité de loueur de fonds. Le bail du site de Nieppe est résilié par anticipation à effet du 1^{er} février 2011.

Ses résultats historiques et prévisionnels sont peu significatifs. Une réflexion est menée par le groupe quant à son devenir.

III.1.b. OLIN

OLIN est la société tête du Groupe OLIN. La société a un rôle de holding animatrice du Groupe et facture à ce titre diverses prestations à ses filiales.

Ces facturations constituent les seules ressources de la société OLIN. OLIN centralise l'intégralité de l'endettement moyen et long terme du Groupe.

III.1.c. Principales filiales opérationnelles

Karibu

Karibu est une société de droit allemand ayant son siège social en Allemagne, à Brème. La société commercialise des abris de jardin, des saunas et des piscines hors sol. Elle détient deux filiales : Woodfeeling GmbH et Woodgarden GmbH (nouvelle structure).

Cette société a été acquise en 2005 par OLIN. Un montant représentant 67% du prix initial a été payé au vendeur, soit 9 128 Keur. Suite aux difficultés rencontrées par OLIN pour payer le solde du prix, une négociation a été engagée et un accord datant du 24 mai 2007 a été conclu, fixant le nouveau prix à 11 Meur pour 100% des titres (partie fixe, hors « earn out »).

En 2009, Olin et les anciens actionnaires de Karibu sont parvenus à un accord pour déterminer le montant définitif de « l'earn out », soit 800 Keur.

Le 17 novembre 2010 le solde des créances bancaires correspondant à l'emprunt d'acquisition de Karibu (10 035 Keur) a été racheté par la société Eurocréances, ainsi que par Messieurs Jean-Luc Heymans et Georges Tournier, qui se sont engagés à ne pas exiger le remboursement des créances si cela s'avérait contraire aux besoins de trésorerie de la société.

Ubbink

La société Ubbink BV est une société de droit néerlandais ayant son siège social à Alkmaar aux Pays-Bas. Elle regroupe l'ensemble des activités du Groupe OLIN concernant les bassins et fontaines décoratives.

Ubbink Garden BV livre ses produits à un grand nombre de clients européens : jardineries, GSB, jardiniers et commerces spécialisés en articles de jardin. La gamme de produits de Ubbink Garden BV ne se limite pas uniquement aux produits destinés spécifiquement aux pièces d'eau, mais inclut également des serres, des filets de jardin, des bordures de massif, des éclairages, etc.

Ubbink Garden BV détient plusieurs filiales contrôlées à 100% :

- Ubbink Garten GMBH (Allemagne)
- Outside Living Industries Belux BVNR (ex Ubbink Vijver & Tuin) (Belgique)
- Outside Living Industries Nederland BV (ex AWPS BV) (Hollande) : cette filiale a pour activité la commercialisation de bassins, de kits jets d'eau, de pompes et de filtres et d'articles « jardin utilitaire » (hors de France)
- Ubbink Jardin BV (société dormante, Hollande)
- Outside Living Industries France SARL (ex Ubbink France) : cette société, qui a pour activité la commercialisation de bassins, de piscines, de kits jets d'eau, de pompes et de filtres, a été cédée à Ubbink Garden BV par OLIN en 2006 au prix de 800 Keur.

III.1.d. Principales filiales sans activité

OLIN Jardinage et OLIN Pro

OLIN Jardinage et OLIN Pro sont deux entités dont les activités opérationnelles ont été cédées à Intermas le 3 juillet 2008.

Autres filiales

Par ailleurs, le Groupe compte également parmi ses filiales des sociétés désormais dépourvues d'activité : Olin Pro (100%), Olin Jardinage (100%), Trent (100%), Tout Jardin Direct (100%), Optimis (100%), SCI du Bois de la Pie (100%), Nortene Tunisie (92,84%).

III.1.e. Biens immobiliers

Le Groupe ne détient plus aucun actif immobilier. Le bâtiment qu'il détenait à Lille a été cédé en 2008.

Néanmoins, le management nous a indiqué que le contrat de location des bureaux occupés par la société Ubbink (avec terrains, d'une superficie totale de 16 613 m²) situé dans la zone de Beverkoog à Alkmaar (Pays Bas) comportait une option d'achat.

La société nous a communiqué le montant de l'option d'achat, ainsi que l'évaluation de l'immeuble réalisée par un expert immobilier. En tenant compte de ces deux éléments, nous avons estimé la plus-value potentielle (après prise en compte de l'effet de l'imposition et de l'actualisation) en retenant comme hypothèses : (i) une valeur constante des bâtiments, (ii) un exercice de l'option d'achat à l'échéance en 2012 ou en 2013 (en retenant la moyenne des deux valeurs) ; (iii) une valeur de l'immeuble sur la base de l'estimation réalisée « gré à gré » (par opposition avec la valeur « en vente forcée ») ; (iv) un droit de mutation de 6,0%.

Il en ressort une valeur de 2,0 Meur au 31.12.2010.

III.2. Contexte de l'opération

III.2.a. Situation de OLIN

Comptes clos au 30 septembre 2010

Après des années de croissance entre l'année 2002 et l'année 2005 (exercices au 30 septembre) qui ont vu le chiffre d'affaires du Groupe croître de 88,16 Meur à 93,46 Meur en 2005, les résultats nets (part du groupe) passer de 347 Keur à 789 Keur, le groupe enregistre ses premières difficultés en 2006 avec une perte nette de -4,76 Meur, qui s'aggrave à -21,1 Meur en 2007. Le résultat net reste négatif jusqu'à l'année 2010 avec -1,53 Meur enregistré au 30.09.2010. A partir de l'année 2006 le chiffre d'affaire continue à baisser constamment passant de 120 Meur (2007) à 65,4 Meur (2010) – plus de 45% de baisse en 4 ans.

Le résultat net est négatif à partir de 2006 mais il est en progression constante à partir de 2007. L'amélioration du résultat est en partie due à l'allègement des frais financiers.

Il convient de préciser que l'évolution des chiffres d'affaire est impactée par la cession et/ou l'arrêt d'activités opérées par la société, parmi lesquelles : Olin Jardinage (2008), Olin Pro (2008), Trent (2008), Tout Jardin Direct (2008), Optimis (2008), Apollo Gardening Ltd (2009), Ubbink Gardening Ltd (2009) et Nortène Ltd (2009).

Ayant atteint son maximum en 2007 (4,14 Meur) le coût de l'endettement financier commence à baisser en 2008 pour atteindre 1,6 Meur en 2010. La baisse des charges financières en 2010 s'explique principalement par la chute du taux d'intérêt de base moyen (Euribor 3 mois) sur l'exercice (plus de 2 points comparé à l'exercice précédent).

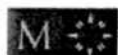
Restructuration de la dette

Le niveau d'endettement de la société OLIN est assez significatif. La situation du déficit structurel a rendu difficile l'obtention de crédits nécessaire pour maintenir et développer l'activité des filiales opérationnelles du groupe.

Le 21 octobre 2010, Outside Living Industries SA et ses partenaires financiers sont parvenus à un nouvel accord selon lequel les Banques cèdent, avec une décote, à la société Eurocréances ainsi que Messieurs Heymans et Tournier, la totalité des créances qu'elles détenaient sur OLIN SA au titre du Crédit de Consolidation et du Crédit Karibu (le montant total en principal au 21 octobre 2010 : 19,7 Meur), dont les échéances de remboursement (en principal) étaient gelées jusqu'au 31 janvier 2011. Aux termes de ce nouvel accord, qui n'affecte ni le principal ni les taux d'intérêts des dettes cédées, les cessionnaires se sont engagés à ne pas solliciter de la Société le remboursement des créances cédées par les Banques si un tel paiement s'avérait contraire aux besoins de trésorerie nécessaires à son exploitation.

Les actes de cession de ces créances ont été signés post clôture (le 17 novembre 2010), par conséquent, l'emprunt de conversion du court terme et les emprunts d'acquisition de Karibu sont maintenus au bilan au 30 septembre 2010 dans la rubrique « passifs financiers courants », bien que la société n'ait planifié aucun remboursement de cette dette pour les douze prochains mois.

(source : Rapport de Gestion au 30.09.2010)



L'endettement net & assimilés s'élève à 43 348 Keur au 30.09.2010 :

Outside Living Industries - Evolution de l'endettement net et assimilés		
Keur	30.09.2010	30.09.2009
Obligations	-	11 705
Emprunts bancaires	20 347	20 379
Emprunts D&P PME IV et EFFI INVEST I	14 398	2 480
Emprunts S&B	-	1 000
Crédits bails	-	12
Juste valeur Swap	-	2
Endettement à moyen terme (A)	34 745	35 578
Crédits de campagne	4 843	3 373
intérêts D&P PME IV et EFFI INVEST I	2 196	1 212
Autres intérêts	326	886
Juste valeur des contrats à terme	190	173
Endettement à court terme (B)	7 555	5 644
Emprunts bancaires non courants (C)	-	32
Engagements de retraite & assimilés (D)	990	1 098
Provisions (E)	759	678
Provisions non courantes	164	-
Provisions courantes	595	678
Trésorerie et Assimilés (F)	(701)	(1 600)
TOTAL ENDETTEMENT NET & ASSIMILES (A+B+C+D+E+F)	43 348	41 430

1. Emprunt de conversion du court terme

La société avait signé le 20 mars 2008 un contrat de conversion des crédits court-terme (Crédit de Conversion) d'un montant de 10 473 Keur en un prêt moyen terme. En juillet 2008 la société a cédé l'activité Jardinage France ce qui lui a permis de rembourser par anticipation une somme de 800 Keur et ramener le solde de crédit de conversion à 9 673 Keur. Le crédit devait être intégralement remboursé le 21 décembre 2013. Les échéances de remboursement ont été gelées jusqu'au 31 janvier 2011 suite à un accord signé le 16 avril 2009 par la société avec les banques « haut de bilan ». Le solde des créances bancaires correspondant à l'emprunt de conversion du court terme (9 673 Keur) a été racheté par la société Eurocréances, Monsieur Heymans et Monsieur Tournier (réf. Protocole du 21 octobre 2010). L'emprunt de conversion du court terme est maintenu au bilan au 30 septembre 2010 dans la rubrique « passifs financiers courants » (accord signé post clôture).

2. Emprunts d'acquisition de Karibu

Le solde des créances correspondant aux emprunts d'acquisition de Karibu (10 035K eur) a été racheté le 17 novembre 2010. Les emprunts d'acquisition de Karibu sont maintenus au bilan au 30 septembre 2010 dans la rubrique « passifs financiers courants ».

3. Emprunts Nortène Tunisie

Les échéances de l'emprunt contracté par Nortène Tunisie auprès d'une banque française ont été gelées par le protocole de conciliation signé le 21 décembre 2006. Il est classé en « Passifs financiers courants » au 30 septembre 2010.

La société nous a indiqué que cet emprunt avait fait l'objet d'un rachat, avec décote, par Olin SA en date du 4 février 2011.



4. Emprunts MT Karibu

Il est prévu qu'un solde d'emprunt de 32 Keur auprès d'une banque allemande sera remboursé au 31 mars 2011.

5. Emprunts D&P PME IV et EFFI Invest I

Le poste inclut des avances de fonds consenties à OLIN SA (2 480 Keur) et les créances de remboursement de l'emprunt obligataire arrivé à maturité le 21 septembre 2010 (11 918 Keur). D&P PME IV et EFFI Invest I ont donné leur accord de principe pour étudier des modalités suivant lesquelles ils pourraient incorporer au capital de OLIN SA leurs créances de comptes-courants (les avances de 2 480 Keur et les créances de remboursement de l'emprunt obligataires dont le montant du principal est de 11 918 Keur). Ils ont accepté de ne pas solliciter le remboursement tant que les créances cédées par les Banques n'auront pas été remboursées en totalité par OLIN SA et que la capacité financière de la société ne le permettra pas.

6. Crédits de campagne de Karibu

Les campagnes de Karibu sont financées par un pool de trois banques allemandes. Le tirage de Karibu s'élève à 2 282 Keur au 30 septembre 2010. La société respecte l'ensemble des covenants bancaires : ratio de solvabilité de 25% au minimum, ratio de rentabilité de 2% au minimum, les relations inter compagnies basées sur les conditions de marché.

7. Crédits de campagne de Ubbink Garden BV

Les campagnes de Ubbink Garden BV sont financées par un groupe bancaire hollandais. Le tirage de Ubbink Garden BV s'élève à 2 561 Keur au 30 septembre 2010. La société respecte l'ensemble des covenants bancaires : ratio de solvabilité de 30% au minimum, ratio de rentabilité de 2% au minimum.

Evénements significatifs survenus au cours de l'exercice

- Signature d'un accord entre Outside Living Industries et ses partenaires financiers (réf. Situation financière et endettement du Groupe. Restructuration de la dette ; 1)

- Earn-out pour l'acquisition de Karibu :

L'accord d'acquisition de Karibu du 24 mai 2007 fixait le prix de 100% des titres de Karibu à 11 Meur complété par un earn-out qui devrait être payé au plus tard au 31 mars 2010. Outside Living Industries SA et les anciens actionnaires de Karibu ont signé un avenant fixant l'earn-out dû au titre de cette acquisition à un montant définitif de 800 Keur. Le règlement de cette somme a eu lieu en novembre 2009 (source : Rapport Financier Annuel au 30.09.2010)

- Litige Vitou – Domophi :

Un litige existe entre la société et les actionnaires Monsieur Dominique VITOU et DOMOPHI SAS au sujet de la décision de l'AG mixte du 15 mai 2009 quant à la privation des droits de vote à concurrence de la fraction dépassant 5% du capital. A la date d'évaluation, la société nous a indiqué que ce litige était encore en cours. Etant donné les montants en jeu, cet élément est considéré comme étant non significatif dans le cadre de notre exercice d'évaluation.

Le management nous a indiqué ne pas avoir connaissance d'autres événements significatifs depuis la clôture du 30.09.2010.

III.2.b. Contexte et modalités de l'opération

Il est proposé à l'AGE du 31 mars 2011 de décider de procéder à une augmentation du capital de 22.500.000 eur, garantie à hauteur de 75% par le Concert¹ (soit 16.875.000 eur) avec maintien du droit préférentiel de souscription, à titre irréductible.

L'opération d'augmentation de capital vise la reconstitution partielle des capitaux propres. Elle sera complétée d'un abandon de créance de Eurocréances avec clause de retour à meilleure fortune, dont le montant sera fixé post opération en fonction des souscriptions effectives des minoritaires, qui reconstituerait les capitaux propres de la société OLIN SA. La créance abandonnée pourrait faire l'objet d'un remboursement. Dans l'hypothèse où un tel remboursement ne serait pas considéré comme contraire aux besoins de trésorerie nécessaires à l'exploitation de la Société au jour de l'opération.

Le Concert s'engage à souscrire à cette augmentation de capital à minima à hauteur de sa participation, soit 57,6%, et jusqu'à 75% en cas d'insuffisance de souscriptions des minoritaires. Le maximum est fixé à hauteur des DPS non exercés dans la limite d'un montant global maximum de souscription de 17.083.106 eur.

La valeur nominale des actions serait fixée à 0,10 eur, soit une émission d'un nombre maximum de 225.000.000 actions nouvelles. Enfin, cette augmentation de capital est prévue avec maintien du Droit préférentiel de souscription. Les créances bancaires rachetées n'ont pas vocation à notre connaissance, à être incorporées au capital.

¹ Le Concert désigne les actionnaires du groupe 1 défini dans les tableaux suivants, soit D&P PME IV et EFFI INVEST 1



A l'issue de l'opération, et en retenant des hypothèses de souscription par le Concert à hauteur de 75% des 225.000.000 actions émises et d'absence de souscription des minoritaires, le capital social et les droits de vote de la Société seraient répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	%	Droit de vote	%
D&P PME IV	105 625 000	62%	106 625 000	61%
EFFI INVEST I	64 625 000	38%	65 125 000	38%
Total Groupe 1	170 250 000	99%	171 750 000	99%
DOMOPHI	383 094	0%	624 427	0%
Famille Vitou	193 059	0%	382 626	0%
Total Groupe Vitou	576 153	0%	1 007 053	1%
Famille Gourlet	89 942	0%	179 477	0%
Wallon Philippe + Lepers	65 666	0%	100 131	0%
Divers & public	372 534	0%	373 687	0%
Total général	171 354 295	100%	173 410 348	100%

* en nb de droits de vote théoriques

A l'issue de l'opération, et en retenant des hypothèses de souscription par le Concert à hauteur de 75% des 225.000.000 actions émises et de souscription par les minoritaires à hauteur de 25%, le capital social et les droits de vote de la Société seraient répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	%	Droit de vote	%
D&P PME IV	105 625 000	46%	106 625 000	46%
EFFI INVEST I	64 625 000	28%	65 125 000	28%
Total Groupe 1	170 250 000	75%	171 750 000	75%
Minoritaires	57 354 295	25%	57 910 348	25%
Total général	227 604 295	100%	229 660 348	100%

* en nb de droits de vote théoriques

IV. Evaluation de OLIN

Période et comptes de référence retenus pour l'évaluation de l'action

Le présent rapport a pour objectif d'apprécier la valeur d'une action OLIN au moment de l'augmentation de capital de 22.500.000 euros à la valeur nominale.

Nous avons évalué le titre OLIN en référence aux comptes consolidés au 30 septembre 2010 et avec les informations communiquées par la société sur la situation à la date du 31.12.2010.

IV.1. Méthode écartée : Référence au cours de bourse de la société OLIN

L'action OLIN, admise en bourse le 18.10.1995 sur le Second Marché, se négocie aujourd'hui sur l'Eurolist Compartiment C d'Euronext Paris.

Le capital de la société OLIN est composé au 21 février 2011 de 2 604 645 actions.

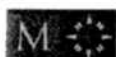
Notons que la Société n'est suivie par aucun bureau d'analyse financière.

Calcul du flottant

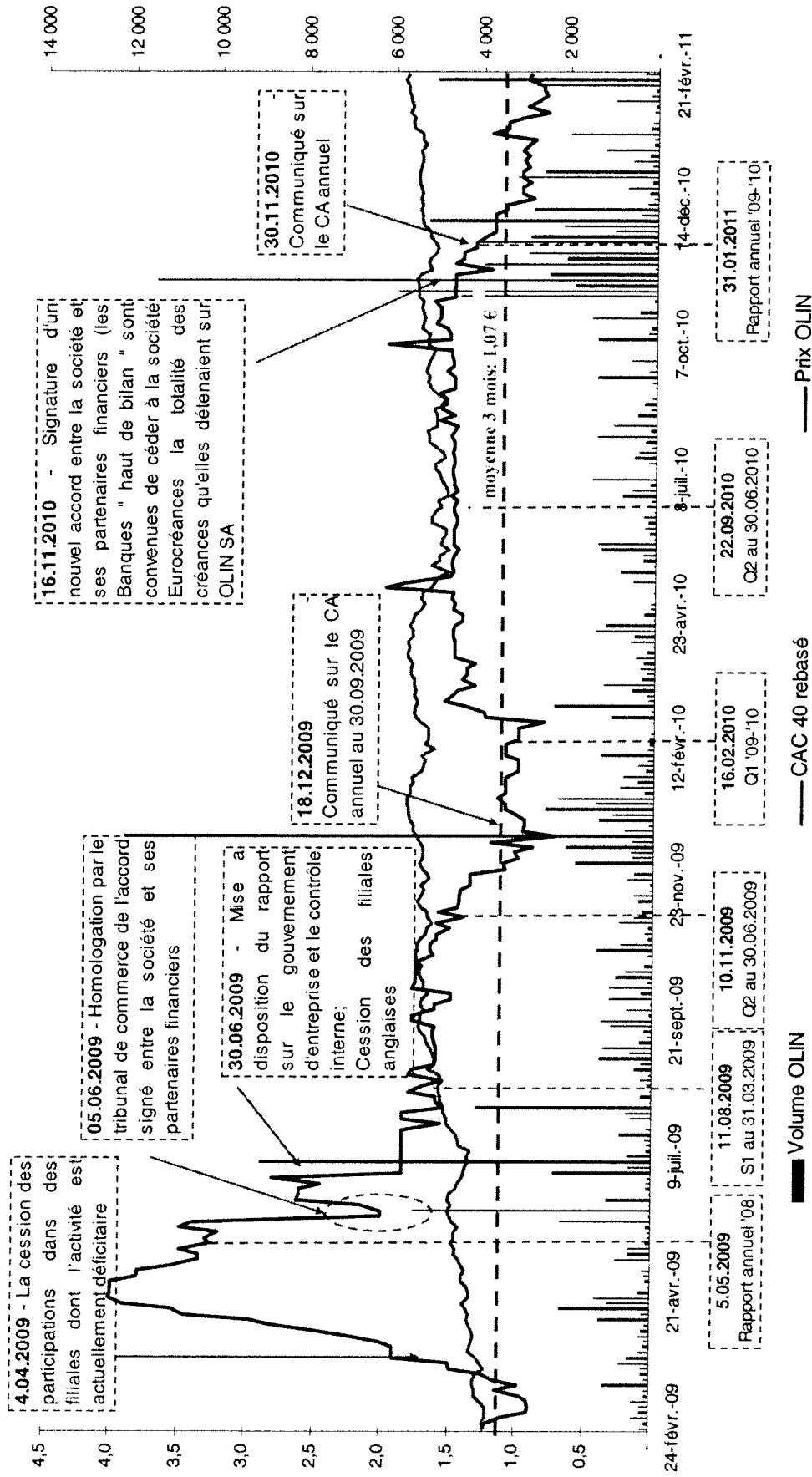
Nous avons considéré que le flottant correspondait à la proportion du capital n'étant pas détenue à plus de 5% (en référence au seuil de participation) par les actionnaires au 17.01.2011.

Au 17.01.2011, le flottant ressort à 20,28%.

Le graphique de la page suivante présente l'évolution du cours de bourse du titre OLIN sur les 2 dernières années :



Evolution du cours du titre OLIN - Février 2009 - Février 2011



Source : Euronext, Bloomberg

Au cours deux dernières années (au 21.02.2011), l'analyse du titre OLIN fait apparaître deux faits marquants:

- une forte volatilité du cours de l'action OLIN (plus haut de 3,99 eur en avril 2009 contre un plus bas de 0,81 eur en mars 2010);
- une liquidité du titre OLIN très faible. En effet, avec la dynamique d'échange d'actions OLIN observée sur les douze derniers mois, il faudrait 59 mois (ou presque 5 ans) pour échanger l'ensemble du flottant, soit 20,28% du capital et 291 mois (plus de 24 ans) pour que 100% des actions soient échangées:

21.02.2011					
NOSH	2 604 645				
Free float	528 222				
% free float	20,28%				
	Spot	1M	3M	6M	12M
Price, €	0,94	0,92	1,07	1,27	1,36
Total volume	345,00	9 870,00	49 662,00	82 610,00	107 288,00
Average daily volume	345,00	987,00	1 342,22	1 332,42	858,30
Free float	Spot	1M	3M	6M	12M
% of free float exchanged	0,07%	1,87%	9,40%	15,64%	20,31%
Rotation, months			32	38	59
Rotation, years			3	3	5
All shares	Spot	1M	3M	6M	12M
% of NOSH exchanged	0,01%	0,38%	1,91%	3,17%	4,12%
Rotation, months	328	264	157	189	291
Rotation, years			13	16	24

Source : Euronext, Bloomberg, Rapport annuel 2010 et communiqué relatif aux résultats du premier trimestre 2011

Par ailleurs, compte tenu du niveau du cours de bourse de l'action de la société OLIN, cette action est assimilable à un « penny stock », ce cours est en effet, moins corrélé à la juste valeur du sous-jacent du fait d'un certain nombre de raisons psychologiques (par exemple, aversion au risque moins prononcée lorsque les sommes en jeu sont réduites). Ce phénomène étant notamment mis en évidence par la très forte volatilité du titre observée sur les 24 derniers mois.

Il est à noter également qu'une faible variation en valeur des titres peut induire une forte variation en pourcentage (entraînant une forte volatilité qui perturbe largement la signification du cours de bourse) et être de nature à inciter les transactions spéculatives centrées sur des opérations de volatilité, déstabilisant le cours de l'action

L'historique du cours de bourse de la société ne permet pas d'en déduire une référence de valorisation en raison de la faiblesse du flottant et du caractère épisodique des transactions sur les titres OLIN : en moyenne, environ 1300 titres ont été échangés quotidiennement durant les 3 derniers mois, soit 0,25% du flottant.

Compte tenu de la liquidité très insuffisante du titre (taux de rotation annuel du capital très faible), du faible nombre d'actions échangées chaque année et de la forte volatilité observée, le critère du cours de bourse ne constitue donc pas selon nous une référence pertinente pour évaluer la société OLIN.

D'autre part, le fait qu'aucun bureau d'analystes financiers ne suive l'évolution du titre renforce selon nous l'absence de pertinence de la méthode du cours de bourse pour évaluer la société OLIN.

L'ensemble des éléments précités nous amène donc à écarter cette méthode.

IV.2. Méthode d'évaluation retenue pour évaluer la société OLIN : Méthodes patrimoniales

IV.2.a. L'actif net comptable

Les comptes annuels clos au 30 septembre 2010 certifiés par les commissaires aux comptes présentent un actif net consolidé de - 20,232 Meur.

L'appréciation de la valeur par l'actif net comptable n'est pas pertinente pour OLIN dans la mesure où le groupe n'applique pas de méthodes comptables conduisant à une réévaluation de ses actifs. Cette méthode a donc été écartée.

IV.2.b. L'actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consiste à valoriser la société sur la base des valeurs de marché des différents actifs et passifs inscrits au bilan de la société en tenant compte des plus-values latentes nettes d'impôt (le cas échéant) et des moins-values latentes ainsi qu'à neutraliser l'impact des non-valeurs.

La méthode de l'ANR est une méthode pertinente dans l'approche de la valeur de sociétés holding, ce qui est le cas de la société Olin SA.

Nous avons donc procédé à une réévaluation des actifs de la société Olin en évaluant les participations dans ses filiales via une approche multicritère.

Il est à noter que la société nous a indiqué ne pas détenir d'autres actifs hors exploitations susceptibles d'être valorisables en dehors de celui mentionnée ultérieurement.

L'approche d'évaluation retenue se présente comme suit :

- Evaluation des sociétés opérationnelles Karibu et Ubbink via une approche multicritère mettant en œuvre une approche intrinsèque fondée sur les flux prévisionnels de trésorerie (méthode des Discounted Cash flows) et une approche analogique (multiple d'agrégats ressortant des comparables boursiers et des transactions)
- Evaluation des sociétés dépourvues d'activité opérationnelle sur la base de leur quote part de situation nette comptable au 30.09.10 :
 - Evaluation de la filiale Olin Pro sur la base de l'actif net au 30.09.2010 de 17 Keur,
 - Evaluation de de la filiale Nortène Tunisie sur la base de l'actif net au 30.09.2010 : valeur de la quote part détenue par Outside Living Industries SA de -1,2 Meur,
 - Evaluation de la filiale Nortland SARL sur la base de l'actif net au 30.09.2010 de -491 Keur,
 - Evaluation de la filiale OLIN Jardinage sur la base de l'actif net au 30.09.2010 de -147 Keur,
 - Evaluation de la filiale Optimis SARL sur la base de l'actif net au 30.09.2010 de -40 Keur,
 - Evaluation de la filiale SCI Bois de la Pie sur la base de l'actif net au 30.09.2010 de 974 Keur,
 - Evaluation de la filiale Tout Jardin Direct sur la base de l'actif net au 30.09.2010 de -11 Keur,
 - Evaluation de la filiale TRENT SAS sur la base de l'actif net au 30.09.2010 de -158 Keur,

En l'absence d'activité, le fait de retenir une situation nette au 30.09.10, date de clôture des comptes, plutôt qu'une situation nette au 31.12.10, a été considérée comme étant une hypothèse acceptable.

En effet, le management nous a indiqué qu'aucun évènement significatif n'était intervenu depuis le 30.09.2010 sur les filiales approchées en quote-part de leurs situations nettes du 30.09.2010.

EVALUATION DU SOUS-GROUPE KARIBU

Nous avons mis en œuvre une approche multicritère pour évaluer le sous-groupe Karibu. Nous avons été amenés à exclure une quelconque approche patrimoniale, non pertinente du fait de l'activité opérationnelle de ce sous-groupe. Nous avons donc retenu (i) une approche intrinsèque fondée sur la mise en œuvre d'une actualisation des flux de trésorerie prévisionnels et (ii) une approche analogique fondée sur l'utilisation de multiples boursiers. L'approche analogique reposant sur l'utilisation de multiples de transactions comparables a finalement été écartée en raison de l'absence de références pertinentes.

(i) Approche par l'actualisation des flux de trésorerie

Cette méthode valorise les actifs d'exploitation d'une société sur la base des performances futures prévues par le Management. Ces actifs d'exploitation sont, par définition, les actifs utilisés dans le cadre de l'activité de la société étudiée.

- Projections financières retenues dans le cadre de l'évaluation

Les éléments prévisionnels nécessaires pour appliquer la méthode d'actualisation des flux de trésorerie nous ont été communiqués par le management de la société OLIN au cours de notre intervention. Ils ont été préparés sur la base du budget également communiqué par la société.

Nos diligences nous ont permis d'apprécier le caractère raisonnable des hypothèses de construction des données projetées pour la société, notamment au travers de nos échanges et de nos entretiens avec le management de la société OLIN et de son conseil.

- Paramètres financiers (Coût Moyen Pondéré du Capital et taux de croissance à LT)

La détermination du taux d'actualisation devra être cohérente avec les risques liés aux flux de trésorerie.

Il est recommandé de s'appuyer sur des notions calculables telles que le coût moyen pondéré du capital. Ce taux de référence doit ensuite être ajusté pour refléter la manière dont le marché apprécierait les risques spécifiques de l'actif.

Le taux d'actualisation des flux de trésorerie correspond au Coût Moyen Pondéré du Capital dont les paramètres sont :

- le gearing, représentatif de l'équilibre de financement moyen du groupe $\frac{D}{D+E}$, avec E la valeur de marché des fonds propres et D la valeur de marché de la dette financière,
- le coût du capital K_E correspond à la somme d'un taux sans risque et d'une prime de risque, et se compose des paramètres suivants :

$$K_E = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_i + R_S$$

- Taux sans risque R_f
 - Risque de marché R_m
 - Prime de risque de marché $R_m - R_f$
 - Coefficient β de volatilité sectoriel
 - Décote de taille et d'illiquidité R_i éventuelle
 - Prime de risque spécifique R_S
- le coût de la dette avant impôts K_D , qui correspond au taux sans risque augmenté d'un spread de financement cohérent avec la taille et la structure financière de l'entreprise.

Le taux d'actualisation, ou CMPC, se calcule comme suit :

$$CMPC = K_E \times \left(\frac{E}{D+E} \right) + K_D \times (1-IS) \times \left(\frac{D}{D+E} \right) ;$$

Le gearing est déterminé par itération sur la base de la valeur réelle déterminée à l'issue de nos calculs

Le taux sans risque

Le taux sans risque est le taux de rendement d'un titre ou d'un portefeuille de titres ne comportant pas le moindre risque, quelles que soient les circonstances, et sans corrélation avec le rendement d'aucun autre élément dans l'économie. De ce point de vue, il s'agit d'une notion théorique.

La pratique financière estime généralement que le rendement des obligations émises par des gouvernements occidentaux représente la meilleure estimation possible du taux sans risque.

Le taux sans risque utilisé correspond aux emprunts d'Etat sur une durée cohérente avec l'horizon prévisionnel pris en compte pour les cash-flows (infini) et le positionnement géographique de la société à valoriser.

Dans le cadre de l'évaluation de Karibu, nous retenons les obligations gouvernementales allemandes, de maturité 10 ans, soit 2,6%.

La prime de risque de marché

La prime de risque de marché est le rendement additionnel moyen attendu pour investir sur le marché actions plutôt que sur un placement sans risque. Elle est calculée par la différence entre le taux de rémunération sans risque instantané et le taux de rémunération attendu sur le marché actions.

La détermination de la prime de risque de marché peut se faire soit sur la base d'une analyse des rendements historiques, soit par une approche prospective, approche usuelle des analystes financiers :

L'approche historique : selon l'étude de Dimson, Marsh et Staunton (The Worldwilde Equity Premium : a Smaller Puzzle, London Business School, 2006) sur les rendements comparés entre 1900 et 2005, la prime de risque France est de 6,8% en moyenne géométrique ;

L'approche prospective, que nous retenons, est fondée sur la base d'un panel d'analyses financières.

Nous retenons une prime de risque de marché relative à l'Allemagne, soit 5,0%

Le coefficient β de volatilité

Le coefficient β de volatilité d'une action traduit la sensibilité avec laquelle les mouvements du marché boursier sont répercutés sur le cours de l'action. La valeur de ce paramètre dépend de l'impact d'une hausse ou d'une baisse générale du marché sur le cours du titre.

Etant donné le fait que la société Outside Living est cotée, il serait pertinent d'utiliser le bêta de la société et de le confronter au bêta sectoriel des comparables pour l'analyse de la cohérence.

L'analyse du cours de bourse a permis de constater que le cours de la société est peu représentatif du fait de son manque de liquidité. Pour cette raison, nous ne retenons pas le coefficient bêta spécifique de la société mais un paramètre sectoriel issu d'un échantillon de sociétés comparables.

Un échantillon de sociétés cotées européennes et américaines actives dans le domaine de l'aménagement de la maison a été constitué (Annexe XII.1).

Sur cette base, le coefficient bêta désendetté ressort à 0,93x.

A titre purement informatif, le coefficient bêta d'Outside Living estimé par Bloomberg est à 0,56x, le coefficient de corrélation de bêta est estimé à 0,4%.

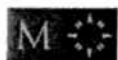
Prime de taille et d'illiquidité

Le niveau de la prime de taille et d'illiquidité a été approché en référence à IBBOTSON. Cette référence indique de retenir un niveau de 3,95%. Par cohérence avec le niveau de décote usuellement retenue dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des multiples de comparables boursiers, et afin de conserver une homogénéité de cet impact, nous avons ajusté le niveau de cette prime à 2%. Il est en effet d'usage de retenir une décote d'illiquidité, qui vise à tenir compte du différentiel de liquidité entre les titres, réputés liquides, d'une société cotée et les titres d'une société dont les titres sont moins liquide, dans une fourchette allant de 20,0% à 30,0%.

Coût de la dette

Compte tenu de la situation financière de la société, nous avons retenu le spread sectoriel maximal observé au 31.12.2010 en moyenne 3 mois, soit 3,8%.

Le coût de la dette est estimé après prise en compte du taux d'IS normatif spécifique au pays (en l'occurrence 29,9%, s'agissant de l'Allemagne). Le coût de la dette net ressort donc à 4,5%.



Gearing

Nous appliquons le gearing de la société Outside Living calculé sur la base de la valeur de marché des capitaux propres telle qu'elle ressort de l'application de la méthode DCF.

Au 31.12.2010, l'endettement net de Karibu ressort à 4 561 Keur.

Taux d'actualisation applicable à Karibu

Au 31.12.2010, le CMPC applicable à Karibu ressort à 8,8%. Ce taux, ressortant assez faible, est justifié par le niveau de gearing réel retenu.

Nous avons analysé la sensibilité des résultats à ce paramètre.

Taux de croissance à l'infini

Nous avons centré nos calculs sur la base d'un taux de croissance à l'infini de 1,0% en tenant compte (i) des perspectives de croissance de la société ; (ii) les perspectives de croissance long terme extériorisées par les brokers pour le secteur ; (iii) des perspectives de croissance long terme de la zone Allemagne.

Nous avons analysé la sensibilité des résultats à ce paramètre.



Mise en œuvre des calculs

En dehors des résultats prévisionnels communiqués par la société, nous avons considéré les éléments suivants :

- Les montants d'investissements prévisionnels (communiqués par la société). Le montant d'investissement normatif est lui déterminé sur la base du pourcentage des investissements prévisionnels en proportion du chiffre d'affaires anticipé sur l'horizon explicite
- La position de BFR constatée au 31.12.2010, puis le BFR prévisionnel correspondant à la proportion historique du BFR par rapport au chiffre d'affaires (sur la base des comptes clos au 30.09.2010)
- Etant donné la sensibilité du résultat de la société aux coûts des matières premières (achats de bois notamment) et à la difficulté de prévoir cet élément sur un horizon long terme, nous avons retenu en guise de taux de marge brut normatif le taux de marge anticipé pour le budget 2010-2011. Cet élément étant particulièrement sensible en terme de valeur, nous communiquons ci-dessous une table de sensibilité faisant varier ce paramètre.

L'analyse de sensibilités, basée sur les paramètres du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini, se présente comme suit :

		Croissance à l'infini / Tx de marge brute fixe à 47,5%				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
CMPC	7,8%	9 050	9 466	9 943	10 496	11 144
	8,3%	8 293	8 637	9 029	9 478	9 999
	8,8%	7 621	7 908	8 232	8 600	9 022
	9,3%	7 022	7 262	7 531	7 834	8 179
	9,8%	6 484	6 685	6 909	7 161	7 444

		Taux de marge brute / Croissance à l'infini fixe à 1%				
		46,5%	47,0%	47,5%	48,0%	48,5%
CMPC	7,8%	6 766	8 354	9 943	11 532	13 121
	8,3%	6 100	7 564	9 029	10 493	11 958
	8,8%	5 519	6 876	8 232	9 588	10 945
	9,3%	5 008	6 269	7 531	8 792	10 054
	9,8%	4 554	5 732	6 909	8 087	9 265

Au 31.12.2010, la mise en œuvre des DCF conduit à une valeur des capitaux propres du sous-groupe Karibu comprise entre 6,9 Meur et 9,6 Meur avec une valeur centrale de 8,2 Meur.

Pour mémoire, le niveau de taux de marge brute constaté historiquement dans les comptes du sous-groupe Karibu se situe entre 46,6% (exercice clos en septembre 2010) et 48,9% (exercice clos en septembre 2009). La société a retenu un taux moyen de marge brute de 47,5% pour son budget 2011. Cette évolution témoigne d'une forte volatilité de ce niveau de marge brute directement lié au cours d'achat du bois. Or l'évolution de ce cours est difficilement appréhendable par la société.

D'autre part, la sensibilité particulièrement élevée de la valeur aux hypothèses de taux de marge brute nous amène à considérer la méthode des DCF comme une méthode de recoupement (en comparaison de la méthode des multiples, qui présente l'avantage d'être basée sur un horizon plus réduit, offrant donc une meilleure appréhension des cours du bois) qu'une méthode principale d'évaluation.

Le management nous a indiqué qu'il n'y avait aucune évolution significative de l'endettement net de la filiale entre le 31.12.2010 et la date du rapport d'évaluation.

Pour information, cette approche d'évaluation menée en retraitant les frais facturés par la société holding OLIN SA donnerait des résultats s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 14,2 Meur et 16,9 Meur (soit un impact des management fees de 7,3 Meur sur la valeur des capitaux propres du sous-groupe Karibu).

(II) Approche analogique par comparables boursiers

L'application de multiples de sociétés comparables, méthode analogique, repose sur l'utilisation de comparaisons avec des sociétés cotées, par application de multiples boursiers desdites sociétés aux agrégats N-1, N, N+1, et N+2 de l'entité évaluée, après application éventuelle :

- d'une décote d'illiquidité utilisée afin de tenir compte de la différence de liquidité des titres d'une société dont les actions cotées jouissent d'une liquidité satisfaisante ;
- d'une prime de contrôle utilisée afin de tenir compte de la détention du contrôle (détention de la majorité des titres) au contraire de l'approche des multiples boursiers qui est une approche d'actionnaire minoritaire.

Cette méthode nécessite de déterminer un échantillon pertinent de sociétés cotées comparables, a minima en terme d'activité, malgré un différentiel de développement potentiellement significatif.

Un échantillon de sociétés cotées européennes et américaines actives dans le domaine de l'aménagement de la maison a été constitué (le même qui a été utilisé pour l'estimation du bêta sectoriel).

Nous avons décidé d'écarter

- le multiple du chiffre d'affaires, qui fait abstraction des différentiels de rentabilité ;
- du multiple de résultat net, du fait des éléments comptables susceptibles d'affecter son appréciation et du différentiel d'imposition entre les pays.

Multiples				EV/EBITDA				EV/EBIT			
Société	Devise	IV 1M Pon	EV	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Bricorama	EUR	211	336	7,1x	7,5x	7,2x	6,8x	10,6x	10,7x	10,2x	9,5x
Home Depot	USD	56387	64737	10,1x	8,0x	8,1x	-	-	-	-	-
Kingfisher	BPN	6059	6099	-	6,3x	5,7x	-	-	8,7x	7,8x	-
Mr Bricolage	EUR	149	346	-	6,3x	5,8x	5,4x	8,7x	8,9x	8,0x	7,4x
Praktiker Bauheim.	EUR	455	609	4,7x	4,8x	4,1x	3,5x	9,7x	10,5x	7,4x	5,8x
Hombach-Baumark	EUR	785	735	-	3,9x	3,9x	-	-	6,9x	5,5x	-
Samse	EUR	208	402	5,8x	6,2x	5,7x	5,3x	9,5x	9,6x	9,0x	7,9x
Beter Bed Holding	EUR	463	452	11,2x	10,0x	8,9x	7,6x	13,9x	12,1x	10,6x	9,1x
Carpetright	BPN	523	581	-	12,1x	12,6x	-	-	19,5x	20,1x	-
Dunelm Group	BPN	1076	1060	-	11,6x	10,4x	-	-	13,4x	12,0x	-
Trigano	EUR	481	469	-	-	-	-	-	-	-	-
Moyenne				7,8x	7,7x	7,2x	5,7x	10,5x	11,1x	10,1x	8,0x
Médiane				7,1x	6,9x	6,5x	5,4x	9,7x	10,5x	9,0x	7,9x
Min				4,7x	3,9x	3,9x	3,5x	8,7x	6,9x	5,5x	5,8x
Max				11,2x	12,1x	12,6x	7,6x	13,9x	19,5x	20,1x	9,5x
Moyenne excl. Min & Max				7,7x	7,6x	7,0x	5,9x	9,9x	10,5x	9,3x	8,2x

Dans le cadre de la mise en œuvre des multiples de comparables boursiers au sous-groupe Karibu, nous avons considéré une décote d'illiquidité. Cette dernière est usuellement estimée dans une fourchette allant de -20,0% à -30,0%.

Nous avons également considéré qu'au titre de sa participation majoritaire, la société mère détenait le contrôle sur les flux au contraire de détenteurs de parts minoritaires. Il est difficile de retenir arbitrairement un niveau de prime de contrôle dans l'absolu, dans la mesure où cette dernière est le fruit de chaque négociation. Le niveau de prime que serait prêt à payer un acquéreur tient généralement compte, notamment (i) des perspectives stratégiques de l'acheteur vis-à-vis de la cible, (ii) des conditions particulières de l'opération, (iii) d'éventuelles synergies.

Néanmoins, sur la base de transactions portant sur des sociétés européennes cotées, certaines études tendent à montrer que le niveau de cette prime de contrôle s'élèverait également à un niveau compris entre 20,0% et 30,0%.

Nous avons en conséquence considéré que dans le cas particulier de la société, les deux éléments seraient de nature à se compenser.

Sur cette base, la valeur des capitaux propres l'approche analogique par comparables boursiers conduit à une valeur comprise entre 5,6 Meur et 7,9 Meur avec une valeur centrale de 6,7 Meur.

Pour information, cette approche d'évaluation menée en retraitant les frais refacturés par la société holding OLIN SA donnerait des résultats s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 12,9 Meur et 15,2 Meur (soit un impact des management fees de 7,3 Meur sur la valeur des capitaux propres du sous-groupe Karibu).

Approche analogique par application de multiples de transaction (approche écartée)

L'application de multiples de transactions comparables, méthode analogique, repose sur l'application de multiples induits par lesdites transactions réalisées en Europe occidentale aux agrégats du dernier exercice clos (ou des 12 derniers mois, lorsque l'information est disponible) de l'entité évaluée.

Sur la base de l'ensemble des transactions du secteur annoncées entre 2006 et début 2010, seules celles dont les données financières sont publiques ont été utilisées pour les multiples (source : Thomson database, notes de broker, presse spécialisée). De plus, nous avons exclu des transactions sur les marchés asiatiques. Dans le tableau ci-dessous nous présentons des transactions qui portaient sur plus de 50% d'actions.

Date Effective	Target Name	Industry	Acquiror Name	% of Shares		EV/	
				Acq.	EV, \$m	EBITDA	EV/ EBIT
25/02/2009	Les Industries Amisco	Home Furnish.	9203-8850 Quebec	53%	1,99	1,5x	8,1x
27/02/2008	Artelano SA	Home Furnish.	designcapital PLC	100%	3,64	17,1x	51,3x
17/06/2008	Restoration Hardware Inc	Home Furnish.	Catterton Partners	100%	305,64	31,7x	nm
31/10/2007	Gienow Windows & Doors	Home Furnish.	HIG Capital LLC	100%	180,43	5,8x	8,2x
17/07/2007	Mity Enterprises Inc	Home Furnish.	FP Merger Sub Inc	100%	75,07	8,9x	11,2x
01/12/2006	Bodilsen A/S	Home Furnish.	Relborn Holding AS	100%	24,41	9,3x	nm
19/10/2006	Movinord SA	Home Furnish.	Dynamobel SA	100%	39,06	4,2x	4,7x
19/06/2006	Wyevale Garden Centres	Home Improv. Ret.	West Coast Capital	71%	801,98	14,7x	20,2x
28/07/2006	Knappe & Vogt Manufact.	Home Furnish.	Wind Point Partners	100%	64,44	6,0x	8,6x
Moyenne						11,0x	16,0x
Médiane						8,9x	8,6x
Min						1,5x	4,7x
Max						31,7x	51,3x
Moyenne excl. min & max						9,4x	11,3x

Il ne nous a pas été possible d'identifier suffisamment de transactions récentes pour mettre en œuvre la méthode. En effet, nous considérons que les multiples de transactions antérieurs à la crise ne sauraient être utilisés compte tenu de l'effet « bull market » qui a précédé. Or la majorité des transactions comparables identifiées sont antérieures à l'année 2008.

Nous avons également identifié des transactions qui portaient sur la partie minoritaire du capital des entreprises cibles. Néanmoins, les multiples de ses transactions ne permettent pas de mettre en œuvre l'approche analogique par application de multiples de transactions car, d'après notre analyse, ils reflètent des éléments spécifiques à ces transactions.

Conclusion sur la valeur des capitaux propres du sous-groupe Karibu

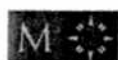
La synthèse de nos travaux est présentée ci-dessous :

Karibu - valeur des capitaux propres au 31.12.10			
Méthode	MIN	MAX	Centrale
Discounted Cash Flow s	6 877	9 590	8 233
Multiples boursiers	5 557	7 872	6 715

Au vu des éléments mentionnés ci-avant quant à la pertinence de la méthode des DCF, nous sommes d'avis que la valeur des capitaux propres de Karibu se rapprocherait plutôt de la fourchette de valeurs ressortant de la mise en œuvre de la méthode des multiples boursiers, soit une fourchette de valeur comprise entre 5,6 Meur et 7,9 Meur avec une valeur centrale de 6,7 Meur.

Pour information le tableau ci-dessous présente les résultats retraités des frais facturés par la holding OLIN SA à sa filiale :

Karibu - valeur des capitaux propres au 31.12.10 après retraitement des management fees			
Méthode	MIN	MAX	Centrale
Discounted Cash Flow s	14 190	16 902	15 546
Multiples boursiers	12 870	15 185	14 014



EVALUATION DU SOUS-GROUPE UBBINK

De la même manière que concernant le sous-groupe KARIBU, nous avons mis en œuvre une approche multicritère pour évaluer le sous-groupe Ubbink. Cette approche nous amenant à exclure une quelconque approche patrimoniale, non pertinente du fait de l'activité du sous-groupe. Nous avons donc retenu (i) une approche intrinsèque fondée sur la mise en œuvre d'une actualisation des flux de trésorerie prévisionnels et (ii) une approche analogique fondée sur l'utilisation de multiples boursiers. L'approche analogique reposant sur l'utilisation de multiples de transactions comparables a finalement été écartée en raison de l'absence de références pertinentes.

(i) Approche par l'actualisation des flux de trésorerie

- Projections financières retenues dans le cadre de l'évaluation

Les éléments prévisionnels nécessaires pour appliquer la méthode d'actualisation des flux de trésorerie nous ont été communiqués par le management de la société OLIN au cours de notre intervention. Ils ont été préparés sur la base du budget également communiqué par la société.

Nos diligences nous ont permis d'apprécier le caractère raisonnable des hypothèses de construction des projections de la société. Notamment au travers de nos échanges et nos entretiens avec le management de la société OLIN et de son conseil.

Taux d'actualisation applicable à Ubbink

Nous avons utilisé la même méthodologie que celle exposée pour le DCF de Karibu, en considérant : (i) des paramètres moyens Benelux ; (ii) un endettement net & assimilés de 4 884 Keur.

Au 31.12.2010, le CMPC applicable à Ubbink ressort à 9,8%..

Taux de croissance à l'infini

Nous avons centré nos calculs sur la base d'un taux de croissance à l'infini de 1,0% en tenant compte (i) des perspectives de croissance de la société ; (ii) les perspectives de croissance long terme extériorisées par les brokers pour le secteur ; (iii) des perspectives de croissance long terme de la zone Benelux.

Mise en œuvre des calculs

En dehors des résultats prévisionnels communiqués par la société, nous avons considéré les éléments suivants :

- Les montants d'investissements prévisionnels (communiqués par la société). Le montant d'investissement normatif est lui déterminé sur la base du pourcentage des investissements prévisionnels en proportion du chiffre d'affaires anticipé sur l'horizon explicite
- La position de BFR constatée au 30.12.2010, puis le BFR prévisionnel correspondant à la proportion historique du BFR par rapport au chiffre d'affaires (sur la base des comptes clos au 30.09.2010)
- Considérant, d'après nos échanges avec le management, que le taux de marge brute prévisionnel dispose d'une plus forte lisibilité pour la société Ubbink que pour la société Karibu, nous avons retenu en guise de taux de marge brute normatif le taux de marge anticipé par le management en dernière année des données projetées. Nous avons néanmoins également mis en œuvre une analyse de sensibilité sur ce paramètre.

L'analyse de sensibilités, basée sur les paramètres du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini, se présente comme suit :

		Croissance à l'infini / Tx de marge brute fixe à 38%				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
CMIPC	8,8%	7 159	7 462	7 803	8 191	8 636
	9,3%	6 514	6 766	7 048	7 366	7 729
	9,8%	5 934	6 145	6 379	6 642	6 938
	10,3%	5 412	5 588	5 783	6 000	6 243
	10,8%	4 938	5 085	5 248	5 428	5 628

		Taux de marge brute / Croissance à l'infini fixe à 1%				
		37,5%	37,7%	38,0%	38,2%	38,5%
CMIPC	8,8%	6 145	6 974	7 803	8 631	9 460
	9,3%	5 506	6 277	7 048	7 819	8 589
	9,8%	4 940	5 660	6 379	7 099	7 818
	10,3%	4 435	5 109	5 783	6 457	7 130
	10,8%	3 982	4 615	5 248	5 881	6 513

Au 31.12.2010, la mise en œuvre des DCF conduit à une valeur des capitaux propres du sous-groupe Ubbink comprise entre 5,7 Meur et 7,1 Meur avec une valeur centrale de 6,4 Meur.

Pour information, cette approche d'évaluation menée en retraitant les frais refacturés par la société holding OLIN SA donnerait des résultats s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 13,7 Meur et 15,2 Meur (soit un impact des management fees de 8,1 Meur sur la valeur des capitaux propres du sous-groupe Ubbink).

(ii) Approche analogique par comparables boursiers

Nous avons retenu le même échantillon de sociétés comparables et précisément la même méthodologie pour évaluer le sous-groupe Ubbink que ceux utilisés pour évaluer le sous-groupe Karibu.

L'approche analogique par comparables boursiers conduit à une valeur des capitaux propres du sous-groupe Ubbink comprise dans une fourchette de 6,5 Meur à 8,5 Meur avec une valeur centrale de 7,7 Meur. Cette fourchette de valeurs exclue les résultats historiques 2009/2010 (à contrario de la méthode retenue pour évaluer le sous-groupe Karibu) en raison de la fermeture effective des deux entrepôts de Nieppe et de Bocholt qui a un impact direct à la hausse sur les niveaux de rentabilité du sous-groupe Ubbink dès l'année 2010/2011.

Pour information, cette approche d'évaluation menée en retraitant les frais refacturés par la société holding OLIN SA donnerait des résultats s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 14,6 Meur et 16,6 Meur (soit un impact des management fees de 8,1 Meur sur la valeur des capitaux propres du sous-groupe Ubbink).

Approche analogique par application de multiples de transaction (approche écartée)

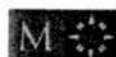
Cette méthode a été écartée pour les mêmes raisons qu'évoquées précédemment.

Conclusion sur la valeur de Ubbink

La synthèse de nos travaux est présentée ci-dessous :

Ubbink - valeur des capitaux propres au 31.12.10			
Méthode	MIN	MAX	Centrale
Discounted Cash Flow s	5 660	7 099	6 379
Multiples boursiers	6 508	8 516	7 731

Nous sommes d'avis que la valeur des capitaux propres du sous-groupe Ubbink s'inscrit dans une fourchette de valeur comprise entre 6,4 Meur et 7,7 Meur avec une valeur centrale de 7,1 Meur.



Pour information le tableau ci-dessous présente les résultats retraités des frais facturés par la holding OLIN SA à sa filiale :

Ubbink - valeur des capitaux propres au 31.12.10 après retraitement des management fee			
Méthode	MIN	MAX	Centrale
Discounted Cash Flow s	13 749	15 188	14 468
Multiples boursiers	14 597	16 605	15 820

V. Conclusion

Calcul de l'Actif Net Réévalué de la société OLIN SA :

Le calcul de l'Actif Net Réévalué se base sur :

- La situation nette sociale de Olin SA au 30.09.10
- La valeur de la holding Olin SA, elle-même basée sur un multiple de ses résultats prévisionnels avant intérêts financiers : ce retraitement est destiné à tenir compte du potentiel de valeur permis par la marge facturée par Olin Sa à ses filiales en comparaison des coûts réellement générés
- L'ajustement relatif au résultat net perçu entre le 30.09.10 et le 31.12.10 (communiquée par la société, soit -547 Keur)
- La substitution de la valeur nette comptable des titres des sociétés Ubbink Garden et de Karibu par leurs valeurs réelles déterminées par la mise en œuvre d'une approche multicritère
- La prise en compte de la plus value potentielle liée à la location financière (avec option d'achat) des bâtiments industriels d'Ubbink. Après prise en compte de l'effet d'IS et de l'effet d'actualisation, elle est estimée à 2,0 Meur
- La quote-part de situation nette des sociétés : Nortland, Olin Pro, Olin Jardinage, Trent, Tout Jardin Direct, Optimis, SCI du Bois de la Pie, Nortene Tunisie.

Le calcul de l'ANR de la société OLIN SA est présenté ci-dessous :

Approche ANR- situation au 31.12.2010 - Société OLIN SA

K€

	VNC		
Situation nette au 30.09.2010			(23 796)
Retraitements / prise en comptes sept.-dec. 2010			(547)
Valeur Nette comptable des participations financières			(14 914)
Situation nette hors participations financières au 31.12.2010 (a)			(39 257)
	basse	centrale	Haute
Participations opérationnelles réévaluées retraitées des management fees			
Sous-groupe Karibu	12 870	14 014	15 185
Sous-groupe Ubbink	14 468	15 144	15 820
Sous-total valeurs réelles des participations avant impact Management fees(b)	27 338	29 158	31 005
Impact Management fees sur les sous-groupe			
Karibu			(7 314)
Ubbink			(8 089)
Sous-total impact Management fees sur les participations(c)			(15 403)
Quote part de valeur des autres participations financières			
Olin Pro - 100%			17
Nortène Tunisie - 92,84%			(1 244)
Nortland SARL - 100%			(491)
Olin Jardinage - 100%			(147)
Optimis SARL - 100%			(40)
SCI Bois de la Pie - 100%			974
Tout Jardin Direct - 100%			(11)
Trent SAS - 100%			(158)
Sous-total +/- value autres participations financières(d)			(1 100)
Autres retraitements			
Provisions sur comptes courants des filiales déjà comptabilisées chez OLIN SA			977
Valeur de la holding sur la base d'un multiple d'EBITDA (e)			1 205
Valeur de la plus value potentielle sur l'immeuble Ubbink (f)			2 000
	basse	centrale	Haute
Actif Net Réévalué - Base 100% des actions	(24 240)	(22 420)	(20 573)

La valeur réévaluée des capitaux propres de Olin SA s'élèverait entre -24,2 Meur et -20,6 Meur.

L'impact de l'augmentation de capital visant la société OLIN SA (conditions décrites en III.2.b) sur la valeur des capitaux propres de la société OLIN SA serait la suivante :

			basse (24 240)	centrale (22 420)	Haute (20 573)
Actif Net Réévalué - Base 100% des actions					
K€					
Minimum garanti par les termes de l'augmentation de Capital	75,0%	16 875	(7 365)	(5 545)	(3 696)
Quote part de souscription pour que l'hypothèse haute de l'évaluation passe à 0	91,4%	20 573	(3 667)	(1 847)	0
Impact sur la valeur des capitaux propres d'une souscription à 100%	100,0%	22 500	(1 740)	80	1 927

Il est à noter que sur la base des éléments communiqués par la société, il apparaît que l'évolution de l'endettement net de la société Olin entre le 30.09.10 et le 31.12.10 n'entraîne pas d'évolution significative de la situation financière de la société.

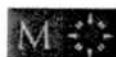
Il est à noter que notre intervention se situe dans une hypothèse de continuité de l'exploitation, telle que le mentionne le rapport annuel 2010 :

« Nonobstant le niveau élevé des pertes cumulées jusqu'au 30 septembre 2010 et les capitaux propres consolidés négatifs, la Société demeure toutefois confiante dans sa capacité à assurer sa continuité d'exploitation. »

Sur la base du plan de trésorerie de l'exercice 2010-2011, qui intègre les économies de charges d'exploitation planifiées et tient compte des stipulations et engagements souscrits en exécution du protocole de rachat des créances bancaires conclu le 21 octobre 2010, OLIN SA estime être en mesure de faire face à ses engagements sur les 12 mois de l'exercice ouvert à compter du 1^{er} octobre 2010. »

Paris le 24 mars 2011

Pierre Sardet
Associé



VI. Annexe

VI.1. Sociétés comparables

Un échantillon constitué de sociétés cotées dont l'activité se rapproche le plus près possible de celle d'Outside Living a été constitué.

Bricorama est une société française cotée active dans la distribution d'articles d'aménagement intérieur/extérieur et/ou d'outillage. La société possède 196 magasins de taille moyenne et elle est présente en France, au Pays-Bas, en Belgique et en Espagne. La majorité de son chiffre d'affaire le groupe réalise en France (appr. 60%). Au 31 décembre 2010 Bricorama avait plusieurs filiales, notamment Bricorama BV, Brico 3 SAS et Eoliennes Bricorama 2 SAS.

Home Depot est une entreprise de distribution américaine pour l'équipement de la maison (bricolage, jardinage, etc.). Au 31 janvier 2011 Home Depot avait 2 244 magasins aux Etats-Unis. La taille moyenne des magasins de Home Depot est 105 000 mètres carrés.

Kingfisher est un groupe britannique de commerce de détail spécialisé dans le bricolage. La société et ses filiales est présent sur le marché des produits et des services pour l'équipement de la maison en Angleterre, en Europe continentale et en Chine. Au 30 janvier 2010 la société avait 830 magasins dans huit pays européens et asiatiques. Parmi ses principales marques de distribution : B&Q, Castorama, Brico Depot and Screwfix.

Mr Bricolage est un acteur majeur de la distribution de matériel de bricolage et du conseil pour l'aménagement de la maison. Avec l'acquisition des enseignes Les Briconautes et Les Jardinautes en 2009 Mr. Bricolage est devenu numéro 3 du bricolage ne France. La société a un réseau de 700 magasins spécialisés et est présente dans plusieurs pays en Europe, en Amérique Latine, en Afrique du Nord etc. La majorité de son chiffre d'affaire la société réalise en France (plus de 90% en 2009).

Praktiker Bau- und Heimwerkermaerkte Holding AG est une société allemande spécialisée dans la distribution de matières et fournitures pour le marché d'équipement de la maison. La société a 439 magasins, dont 239 sous la marque Praktiker et 77 magasins de distribution sous la marque Max Bahr et 104 magasins au Luxembourg, en Pologne, en Hongrie, en Roumanie, en Bulgarie, en Grèce, en Albanie, en Turquie et en Ukraine. Praktiker propose des produits pour construction, rénovation, jardinage, hobbies, bricolage aux particuliers et aux professionnels. Dans son portefeuille de produits il y a des marques des tiers et ses propres marques.

Hornbach-Baumarkt est une entreprise allemande de la grande distribution spécialisée dans la construction, le bricolage et le jardinage. La société possède des magasins en Allemagne, en République Tchèque, en Suède, en Autriche, au Luxembourg, en Slovénie, aux Pays-Bas, en Suisse et en Roumanie. La société possède 32 filiales (HORNBACH International GmbH, HORNBACH Baumarkt CS spol s.r.o. and HORNBACH Holding B.V. etc)

Samse est un groupe de distribution de matériaux de construction pour le bâtiment et l'habitat. Le groupe se positionne comme leader sur la moitié est de la France et a un réseau commercial dense de plus de 250 points de vente. Samse est présent sur deux métiers, le négoce (avec des enseignes comme Samse et Doras) et le bricolage (avec La Boîte à Outils et L'Entrepôt du Bricolage). La société compte parmi ses clients des professionnels du bâtiment et des particuliers. Le métier de bricolage a apporté 18% du chiffre d'affaire globale en 2009.

Beter Bed Holding est spécialisé dans la distribution de produits et d'équipements de chambres à coucher. 96,6% du chiffre d'affaires (2009) correspond à l'activité de distribution d'équipements de chambres à coucher : meubles, matelas, textiles. La société possède 1 064 points de vente répartis par enseigne entre Matrazen Concord (862 magasins, dont 32 aux Pays Bas, 740 en Allemagne, 46 en Autriche, 34 en Suisse, 7 en Belgique et 3 en Pologne), Beter Bed (84 aux Pays Bas), El Gigante del Colchon (51 en Espagne), Beddendump (34 aux Pays Bas), Slaapgenoten/Dormael Slaapkamers (12 aux Pays Bas) et Mav (21 en Allemagne).

Carpetright est une entreprise britannique spécialiste des revêtements de sol. L'entreprise possède 703 magasins. La société est active au Royaume Uni, en Irlande et en Europe continentale (Pays Bas, Belgique, Pologne). Elle a des filiales comme Carpetright of London Limited, Melford Commercial Properties Limited, Carpetland NV, Infradis Real Estate NV, Carpetland BV, Fontainebleau Vastgoed BV et Carpetright Poland Sp.Z.o.o.

Dunelm Group plc est une entreprise britannique spécialisée en distribution d'articles d'aménagement de la maison. Dunelm Group plc vend ses produits via les magasins et son site internet. L'entreprise se spécialise aussi en distribution d'articles d'aménagement extérieur sous la marque Dunelm Mill. A la date de 3 juillet 2010 l'entreprise disposait de 94 magasins.