

*Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de
l'Autorité des marchés financiers*

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE FAITE AUX ACTIONNAIRES DE



PORTANT SUR 698 759 ACTIONS LVL MÉDICAL GROUPE

**REALISEE DANS LE CADRE DU PROGRAMME DE RACHAT D'ACTIONS
AUTORISE PAR L'ASSEMBLEE GENERALE MIXTE DU 15 FEVRIER 2010**

PRESENTEE PAR



CORPORATE FINANCE

Prix de l'Offre : 20 euros par action

Durée de l'Offre : 10 jours de bourse



**AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS**

Le présent projet de note d'information a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 6 septembre 2010, conformément aux dispositions des articles 231-13 et 231-18 de son Règlement général.

**CETTE OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION RESTENT SOUMIS A
L'EXAMEN DE L'AMF**

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de LVL Médical Groupe (www.lvl-medical.com) et peut être obtenu sans frais auprès de LVL Médical Groupe, 44 quai Charles de Gaulle - 69463 Lyon cedex 06 (Tél. : +33 4 26 68 68 68) et de Oddo Corporate Finance, 12 boulevard de la Madeleine, 75440 Paris Cedex 09 (Tél. : +33 1 44 51 85 00).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de LVL Médical Groupe seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	PRESENTATION DE L'OPERATION	3
1.1	Conditions générales de l'Offre.....	3
1.2	Motifs de l'Offre et intentions de la Société	3
1.2.1	Motifs de l'Offre	3
1.2.2	Intentions de la Société pour les douze mois à venir	3
1.3	Caractéristiques de l'Offre	4
1.3.1	Cadre juridique de l'Offre.....	4
1.3.2	Prix de l'Offre	6
1.3.3	Titres visés par l'Offre	6
1.3.4	Opérations réalisées dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société ..	6
1.4	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre.....	6
1.5	Modalités de l'Offre.....	6
1.6	Calendrier prévisionnel de l'Offre	7
1.7	Intentions des actionnaires de LVL	8
1.8	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	8
1.9	Régime fiscal de l'Offre.....	9
1.9.1	Actionnaires personnes physiques ayant leur résidence en France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel	9
1.9.2	Actionnaires personnes morales dont le siège social est en France et qui sont passibles de l'impôt sur les sociétés.....	10
1.9.3	Non-résidents	10
1.10	Modalités de financement et frais liés à l'Offre	11
1.11	Incidence de l'Offre sur l'actionnariat et les comptes de la Société.....	11
1.11.1	Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de LVL	11
1.11.2	Avis du Conseil d'administration de LVL.....	12
2.	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT.....	14
2.1	Méthodologie.....	14
2.1.1	Méthodologie	14
2.1.2	Méthodes de valorisation retenues.....	15
2.2	Application des méthodes retenues.....	15
2.2.1	Sources utilisées et hypothèses retenues pour l'analyse	15
2.2.2	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société.....	16
2.2.3	Analyse du cours de bourse	16
2.2.4	Objectifs de cours des analystes de recherche	17
2.2.5	Méthode des comparables boursiers	17
2.2.6	Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF).....	19
2.3	Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre	20
3.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	21
4.	PERSONNES ATTESTANT L'EXACTITUDE DES INFORMATIONS FIGURANT DANS LA NOTE D'INFORMATION.....	41

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Conditions générales de l'Offre

En application de l'autorisation qui lui a été conférée par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires du 15 février 2010, conformément à l'article L. 225-209 du Code de commerce, le Conseil d'administration de LVL Médical Groupe, société anonyme au capital de 4 076 094,05 euros, dont le siège social est situé Cité Internationale, 44 quai Charles de Gaulle, 69463 Lyon Cedex 06 - France, et dont le numéro unique d'identification est le 352 497 465 RCS Lyon (ci-après « **LVL** » ou la « **Société** ») a décidé, dans sa séance du 6 septembre 2010, de proposer aux actionnaires de LVL de leur racheter leurs actions dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société approuvé par l'Assemblée Générale, sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée (1'« **Offre**»). Cette Offre est réalisée conformément aux dispositions de l'article 233-1 6° du Règlement général de l'AMF.

Le descriptif du programme de rachat prévu à l'article 241-2 du Règlement général de l'AMF a été publié le 16 février 2010 et est disponible sur le site Internet de la Société (www.lvl-medical.com).

Le prix de l'Offre est de 20 euros par action de la Société et porte sur un nombre maximum de 698 759 actions, représentant 6% du capital social de la Société, soit un montant maximum de 13 975 180 euros.

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance (ci-après « **Oddo** »), agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le 6 septembre 2010 le projet d'Offre auprès de l'AMF.

Conformément à l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Oddo garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

1.2 Motifs de l'Offre et intentions de la Société

1.2.1 Motifs de l'Offre

La Société souhaite envoyer un message de confiance au marché en proposant cette Offre à un prix reflétant une prime par rapport au cours de bourse, et souhaite par ce biais offrir à ses actionnaires l'opportunité de bénéficier d'une liquidité partielle mais immédiate.

Conformément aux objectifs du programme de rachat d'actions autorisé par l'Assemblée Générale Mixte du 15 février 2010, les actions acquises dans le cadre de l'Offre ont vocation à être affectées (i) à l'objectif de remise d'actions lors de l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant accès au capital, et/ou (ii) à l'objectif de conservation et de remise ultérieure à titre de paiement ou d'échange dans le cadre d'opérations de croissance externe.

Dans l'hypothèse où certaines actions rachetées ne seraient pas utilisées pour l'un de ces deux objectifs, elles feraient l'objet d'une annulation à horizon de 12 à 24 mois, sous réserve de l'autorisation de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de LVL.

1.2.2 Intentions de la Société pour les douze mois à venir

- Stratégie

LVL entend poursuivre son activité dans la continuité de la stratégie actuellement suivie.

- **Emploi - Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre**

L'opération n'entraînera pas de changement au sein de la direction en place et n'aura aucun impact en matière d'emploi.

- **Statut juridique de la Société**

Il n'est pas envisagé de modifier les statuts de la Société à la suite de l'Offre.

- **Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre**

L'Offre n'aura pas pour conséquence le retrait des actions de LVL d'Euronext Paris.

- **Distribution de dividendes**

L'Offre ne modifiera pas la politique de distribution de dividendes de la Société.

1.3 Caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Cadre juridique de l'Offre

Le programme de rachat d'actions, qui s'inscrit dans le cadre des dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce, a été autorisé par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires du 15 février 2010 dans sa 12^{ème} résolution à caractère ordinaire, dans les termes suivants :

« Douzième résolution (Autorisation à donner au conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les actions de la Société). — Connaissance prise du rapport du conseil d'administration, l'assemblée générale, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées ordinaires, autorise le conseil d'administration, conformément aux dispositions des articles L.225-209 et suivants du Code de commerce et du Règlement n°2273/2003 de la Commission Européenne du 22 décembre 2003, à opérer en bourse ou autrement sur les actions de la Société.

Cette autorisation est destinée à permettre à la Société :

- de mettre en oeuvre tout plan d'options d'achat d'actions de la Société dans le cadre des dispositions des articles L. 225-177 et suivants du Code de commerce ;
- d'attribuer des actions aux salariés au titre de leur participation aux fruits de l'expansion de l'entreprise et de mettre en oeuvre tout plan d'épargne d'entreprise dans les conditions prévues par la loi, notamment les articles L. 443-1 et suivants du Code du travail ;
- d'attribuer à titre gratuit des actions dans le cadre des dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce ;
- de conserver des actions en vue de leur remise ultérieure à titre de paiement ou d'échange dans le cadre d'opérations de croissance externe ;
- de remettre des actions lors de l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant accès au capital par remboursement, conversion, échange, présentation d'un bon ou de tout autre manière ;
- d'annuler tout ou partie des titres ainsi rachetés ;

– de mettre à disposition les actions rachetées dans le cadre d'un contrat de liquidité conclu avec un prestataire de service d'investissement indépendant, notamment afin d'agir dans le cadre de l'animation du marché.

L'assemblée générale décide que le nombre de titres à acquérir ne pourra avoir pour effet de porter les actions que la Société détient en propre à un montant supérieur à 10% du nombre total d'actions composant le capital social, étant précisé que cette limite s'applique à un montant du capital social de la Société qui sera, le cas échéant, ajusté, pour prendre en compte les opérations affectant le capital social postérieurement à la présente assemblée générale, les acquisitions réalisées par la Société ne pouvant en aucun cas l'amener à détenir, directement ou indirectement plus de 10 % de son capital social.

Par ailleurs, l'assemblée générale prend acte que le nombre d'actions acquises par la Société en vue de leur conservation et de leur remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'une opération de fusion, de scission ou d'apport ne pourra excéder 5% de son capital social, conformément aux dispositions légales.

Les actions pourront être achetées par tous moyens et dans le respect de la réglementation boursière applicable et des pratiques de marché admises publiées par l'AMF, en utilisant, le cas échéant, tous instruments financiers dérivés ou optionnels négociés sur les marchés réglementés ou de gré à gré pour autant que ces derniers moyens ne concourent pas à accroître de manière significative la volatilité du titre.

La Société se réserve la possibilité d'intervenir par achat de blocs de titres. La Société se réserve la faculté de poursuivre l'exécution du présent programme de rachat d'actions en période d'offre publique d'acquisition ou d'échange portant sur ses titres de capital.

Le prix unitaire d'achat ne pourra excéder 30 euros. En conséquence, le montant maximum que la Société est susceptible de payer dans l'hypothèse d'achat au prix maximum de 30 euros s'élèverait à 34.790.760 euros, sur le fondement du capital social au 30 septembre 2009.

En cas de modification du nominal de l'action, d'augmentation de capital par incorporation de réserves et attribution d'actions gratuites ainsi qu'en cas de division ou de regroupement des titres, d'amortissement ou de réduction de capital, de distribution de réserves ou d'autres actifs et de toutes autres opérations portant sur les capitaux propres, les prix indiqués ci-dessus seront ajustés par un coefficient multiplicateur égal au rapport entre le nombre de titres composant le capital avant l'opération et ce nombre après l'opération.

En vue d'assurer l'exécution de la présente autorisation, tous pouvoirs sont conférés au conseil d'administration, avec faculté de subdélégation, pour mettre en oeuvre la présente autorisation, en particulier pour juger de l'opportunité de lancer un programme de rachat et en déterminer les modalités, pour établir et publier le communiqué d'information relatif à la mise en place du programme de rachat, passer tous ordres en bourse, conclure tous accords en vue notamment de la tenue des registres d'achats et de ventes d'actions, effectuer toutes déclarations auprès de l'Autorité des Marchés Financiers et de tout autre organisme, remplir toutes autres formalités et, d'une manière générale, faire tout ce qui est nécessaire.

Le conseil d'administration donnera aux actionnaires, dans un rapport spécial à l'assemblée générale annuelle, les informations relatives à la réalisation des opérations d'achat d'actions autorisées par la présente résolution, notamment, pour chacune des finalités, le nombre et le prix des actions ainsi acquises, le volume des actions utilisées pour ces finalités, ainsi que les éventuelles réallocations à d'autres finalités dont elles ont fait l'objet.

Cette autorisation est conférée pour une période de dix huit mois à compter de la présente assemblée générale et se substitue à celle donnée par l'assemblée générale du 26 février 2009. »

Au cours du mois de juillet 2010, la direction générale de la Société a décidé d'étudier une opération de rachat par LVL de ses propres actions dans le cadre du programme de rachat autorisé par l'Assemblée Générale des actionnaires du 15 février 2010.

A cet effet, le cabinet Bellot Mullenbach & Associés a été nommé comme expert indépendant en application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix de l'Offre.

Lors de sa séance du 6 septembre 2010, et au vu du rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'administration de LVL a approuvé les termes de l'Offre, décidé de son dépôt, et a émis l'avis motivé visé au paragraphe 1.11.2 ci-après.

1.3.2 Prix de l'Offre

Le prix de l'Offre est de 20 euros par action LVL (le « **Prix de l'Offre** »). Ce prix d'offre représente une prime de 33,5% sur le cours de bourse du 27 août 2010 et une prime de 27,7% sur la moyenne pondérée par les volumes des cours de bourse sur 60 jours de négociations.

1.3.3 Titres visés par l'Offre

L'Offre pourra porter sur un maximum de 698.759 actions LVL, soit environ 6% du capital social.

1.3.4 Opérations réalisées dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société

Dans le cadre du programme de rachat d'actions en cours, la Société a poursuivi l'exécution du contrat de liquidité conclu avec Oddo Corporate Finance. 7 164 actions (soit 0,06% du capital) sont actuellement détenues dans le cadre du contrat de liquidité (au 30 juin 2010).

1.4 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre

Il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accord susceptible d'avoir une incidence sur l'issue de l'Offre.

1.5 Modalités de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Oddo, agissant pour le compte de la Société, a déposé le 6 septembre 2010 auprès de l'AMF le projet d'Offre. Oddo garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements d'achat au prix de 20 euros par action pris par LVL et réalisera ceux-ci pour le compte de cette dernière.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le projet de note d'information a été mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site de la Société (www.lvl-medical.com).

Conformément à l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, un communiqué sera diffusé par la Société sous forme d'avis financier dans le journal Les Echos.

L'AMF publiera une déclaration de conformité relative à l'Offre qui emportera visa de la présente note d'information.

Les actions LVL sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext de NYSE-Euronext Paris sous le code ISIN FR0000054686.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE-Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités de l'Offre et le calendrier de l'opération.

Dans ces conditions, l'Offre sera ouverte pendant une durée de 10 jours de négociation, soit du 23 septembre 2010 au 6 octobre 2010 inclus.

Transmission des ordres de vente par les actionnaires

Les actionnaires de LVL désireux de répondre positivement à l'Offre devront, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, remettre un ordre de vente à l'intermédiaire financier chez qui leurs actions sont inscrites en compte, suivant le modèle tenu à leur disposition par cet intermédiaire. Ce dernier fera déposer lesdites actions au compte de NYSE-Euronext Paris.

Pour être apportées à l'Offre, les actions LVL inscrites au nominatif pur devront être converties au nominatif administré, à moins que leur titulaire n'ait demandé au préalable la conversion au porteur, auquel cas ces actions perdront les avantages attachés à la forme nominative.

Les actions apportées à l'Offre doivent être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit.

Les ordres de vente présentés en réponse à l'Offre pourront être révoqués à tout moment par leurs détenteurs jusqu'à la date de clôture de l'Offre, date au-delà de laquelle ils deviendront irrévocables.

Le transfert de propriété des actions LVL apportées à l'Offre interviendra à la date de règlement-livraison. Aucun intérêt ni aucune indemnité ne saurait être dû au titre de la période allant de la date de présentation des actions à l'Offre et la date de règlement-livraison des actions, qui sera spécifiée dans l'avis de résultat précisant les modalités de livraison des titres et de règlement des capitaux, tel que publié par NYSE Euronext Paris après publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre. Le règlement des actions LVL apportées à l'Offre se fera après réalisation des opérations de centralisation des ordres par NYSE Euronext Paris.

Dans l'hypothèse où le nombre d'actions présentées en réponse à l'Offre serait supérieur à 698 759, les règles de réduction propres à l'offre publique d'achat simplifiée s'appliqueront et il sera procédé, pour chaque actionnaire répondant à l'Offre, à une réduction de sa demande proportionnellement au nombre d'actions présentées à l'Offre.

Aux fins des stipulations qui précèdent, le nombre d'actions apportées à l'Offre sera arrondi, le cas échéant, au nombre entier immédiatement inférieur.

Règlement du prix - Centralisation de l'opération

La date de paiement du prix - versement de 20 euros par action - sera publiée par NYSE-Euronext Paris.

La centralisation de l'opération sera assurée par NYSE-Euronext Paris.

1.6 Calendrier prévisionnel de l'Offre

6 septembre 2010

Dépôt du projet de note d'information auprès de l'AMF

6 septembre 2010	Publication du communiqué de dépôt du projet de note d'information
6 septembre 2010	Publication du projet de note d'information sur le site de l'AMF et sur le site de la Société
21 septembre 2010	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information
22 septembre 2010	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site de l'AMF et sur celui de la Société de la note d'information visée, ainsi que du document intitulé « informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de LVL »
22 septembre 2010	Publication d'un communiqué sous forme d'avis financier précisant les modalités de mise à disposition de ces documents
23 septembre 2010	Ouverture de l'Offre (10 jours de bourse)
6 octobre 2010	Clôture de l'Offre
13 octobre 2010	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre. Publication par NYSE-Euronext Paris de l'avis de résultat de l'Offre et des conditions de règlement livraison
18 octobre 2010	Règlement-livraison des actions LVL

1.7 Intentions des actionnaires de LVL

Plusieurs actionnaires faisant partie du concert Lavorel-Haby ont fait part de leur intention d'apporter une quote-part de leur participation à l'Offre soit un nombre global de 250.282 actions représentant environ 2,15 % du capital et se répartissant comme suit :

- Groupe familial Lavorel : 232 920 actions
- Famille Haby : 17 362 actions

Par ailleurs, les autres administrateurs de la Société ont indiqué leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

A ce jour, aucun autre actionnaire n'a fait connaître son intention d'apporter ou non ses actions à l'Offre.

1.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre sur les actions de la Société est faite exclusivement en France. La diffusion de la note d'information, l'Offre, ainsi que l'acceptation de l'Offre peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. 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 depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession de la présente note d'information sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. La présente note d'information ne constitue ni une offre d'achat, ni une sollicitation d'offre de vente de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre ou sollicitation est illégale. La Société décline toute responsabilité quant à une

éventuelle violation de ces restrictions par qui que ce soit.

1.9 Régime fiscal de l'Offre

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales de l'Offre pour les actionnaires de la Société. Cet exposé est fondé sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur et est donc susceptible d'être affecté par toutes modifications ultérieures de ces dispositions ou de leur interprétation par l'administration fiscale française.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal applicable et que leur situation particulière doit être étudiée avec leur conseiller fiscal habituel.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une convention fiscale signée entre la France et cet Etat.

Les rachats étant effectués sur le fondement de l'article L.225-209 du Code de Commerce, les gains réalisés par les actionnaires à cette occasion seront soumis au régime des plus-values selon les dispositions de l'article 112-6° du Code Général des Impôts (ci -après « **CGI** »).

1.9.1 Actionnaires personnes physiques ayant leur résidence en France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel

(a) Cas général

En application des articles 150 0-A et suivants du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions de la Société sont imposables, dès le premier euro, si le montant global des cessions de valeurs mobilières et droits sociaux réalisées au cours de l'année civile concernée (hors cessions bénéficiant d'un sursis d'imposition ou cessions exonérées de titres détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (ci-après « **PEA** ») réalisées au cours de ladite année) excède, par foyer fiscal, un seuil actuellement fixé à 25 830 euros. Si ce seuil n'est pas dépassé, les plus-values sont exonérées.

Les plus-values nettes imposables sont imposées au taux global de 30,1 %, décomposé comme suit : 18% au titre de l'impôt sur le revenu ; 8,2 % au titre de la CSG ; 2 % au titre du prélèvement social ; 0,3 % et 1,1% au titre des contributions additionnelles au prélèvement social ; et 0,5 % au titre de la CRDS ; les montants versés au titre de ces contributions sociales n'étant pas déductibles de la base de l'impôt sur le revenu.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D II du CGI, si la cession d'actions de la Société génère des moins-values nettes, celles-ci sont imputables exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de la même année ou des dix années suivantes, à condition toutefois que le seuil de 25 830 euros de cessions de valeurs mobilières visé ci-dessus ait été dépassé l'année de réalisation desdites moins-values.

(b) Plan d'Epargne en Actions (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 produits nets et des plus-values nettes générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, à condition notamment que ces produits et plus-values soient maintenus 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 produits ou plus-values restent néanmoins soumis au prélèvement social et aux

contributions additionnelles à ce prélèvement, à la CSG et à la CRDS, aux taux indiqués ci-dessus.

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 (des règles spécifiques s'appliquent toutefois à certains cas de clôture du PEA).

Les actionnaires sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal sur cette question.

1.9.2 Actionnaires personnes morales dont le siège social est en France et qui sont passibles de l'impôt sur les sociétés

(a) Régime de droit commun

Les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions de la Société sont généralement incluses dans le résultat de l'exercice concerné soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33 1/3 %, augmenté le cas échéant d'une contribution sociale égale à 3,3% du montant de l'impôt sur les sociétés dû après application d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 euros par période de douze mois.

Cependant, pour les entreprises dont le chiffre d'affaires hors taxes est inférieur à 7 630 000 euros et dont le capital social, entièrement libéré, est détenu, de manière continue pendant la durée de l'exercice considéré, pour au moins 75% par des personnes physiques ou par une société satisfaisant elle-même à l'ensemble de ces conditions, les plus-values réalisées dans le cadre de la cession d'actions de la Société sont imposées à un taux d'impôt sur les sociétés fixé à 15% dans la limite de 38 120 euros du bénéfice imposable par période de douze mois. Ces entreprises sont, en outre, exonérées de la contribution sociale de 3,3% mentionnée ci-dessus.

Les moins-values réalisées lors de la cession d'actions de la Société viennent, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale concernée.

(b) Régime spécial des plus-values à long terme

Les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par l'article 219-I-a *quinquies* du CGI et qui ont été détenus pendant au moins deux ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration, dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés du cédant, d'une quote-part de frais et charges égale à 5% du montant des plus-values nettes.

Constituent des titres de participation au sens de l'article 219-I-a *quinquies* du CGI, les actions (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 fiscal des sociétés mères et filiales prévu aux articles 145 et 216 du CGI si ces actions ou titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable.

Les moins-values nettes réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par l'article 219-I-a *quinquies* du CGI et qui ont été détenus pendant au moins deux ans ne seront ni reportables ni imputables.

1.9.3 Non-résidents

En application de l'article 244 bis C du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions de la Société par des 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 exonérées d'impôt en France.

Par exception, et sous réserve des stipulations de conventions fiscales internationales plus favorables éventuellement applicables, les plus-values nettes sont imposables en France si elles sont rattachables à un établissement stable ou à une base fixe du cédant en France ou si les droits détenus directement ou indirectement par le cédant, avec son groupe familial, dans les bénéfices de la Société ont excédé 25% à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession (article 244 bis B du CGI). Les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'une participation excédant ou ayant excédé le seuil de 25% au cours de la période susvisée sont soumises à l'impôt en France à un taux proportionnel actuellement fixé à 18%.

Quel que soit le pourcentage des droits détenus dans les bénéfices de la Société, les plus-values de cession sont imposées en France au taux forfaitaire de 50% lorsque le cédant est une personne ou un organisme domicilié, établi ou constitué hors de France dans un état ou territoire non coopératif (au sens des dispositions de l'article 238-0A du CGI).

Lorsqu'elles sont imposables en France, les plus-values nettes ne supportent pas de prélèvements sociaux.

1.10 Modalités de financement et frais liés à l'Offre

Le coût maximum de l'Offre devrait s'élever à environ 14,3 million d'euros. La Société financera ce montant sur ses fonds propres.

Ce montant inclut le prix d'achat des actions visées par l'Offre ainsi que les honoraires de conseils financiers et juridiques et les frais de communication et redevances des autorités de marché, supportés par LVL dans le cadre de l'Offre.

1.11 Incidence de l'Offre sur l'actionnariat et les comptes de la Société

1.11.1 Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de LVL

Au 31 juillet 2010, le capital de la Société était divisé en 11.645.983 actions représentant 15.168.245 droits de vote.

La répartition du capital et des droits de vote à cette date était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions total	% du capital	Nombre des droits de vote réels	% des droits de vote réels*	% droits de vote théoriques**
Jean-Claude Lavorel	777 467	6.68%	1 489 934	9.82%	9.66%
Divers Lavorel	235 925	2.03%	419 417	2.77%	2.72%
JCL FINANCES	3 045 936	26.15%	4 444 786	29.30%	28.83%
ULTIMAL	1 365 125	11.72%	2 508 225	16.54%	16.27%
<i>Total famille Lavorel</i>	<i>5 424 453</i>	<i>46.58%</i>	<i>8 862 362</i>	<i>58.43%</i>	<i>57.49%</i>
Famille Haby	289 375	2.48%	578 750	3.82%	3.75%
<i>Concert Lavorel - Haby</i>	<i>5 713 828</i>	<i>49.06%</i>	<i>9 441 112</i>	<i>62.24%</i>	<i>61.24%</i>
Groupe MALAKOFF MEDERIC	1 537 704	13.20%	1 537 704	10.14%	9.97%
<i>Concert Lavorel - MM</i>	<i>6 962 157</i>	<i>59.78%</i>	<i>10 400 066</i>	<i>68.56%</i>	<i>67.46%</i>
<i>Total Lavorel Haby - MM</i>	<i>7 251 532</i>	<i>62.27%</i>	<i>10 978 816</i>	<i>72.38%</i>	<i>71.22%</i>
FCPE LVL CROISSANCE	22 630	0.19%	22 630	0.15%	0.15%
Autodétention	247 989	2.13%	-	0.00%	1.61%
Public	4 123 832	35.41%	4 166 799	27.47%	27.03%
Total	11 645 983	100%	15 168 245	100%	100%

* *Droits de vote réels : toutes les actions de la Société disposent des mêmes droits de vote, à l'exception des actions auto-détenues qui sont privées de droits de vote.*

** *Droits de vote théoriques : le nombre de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions temporairement privées de droits de vote (actions auto-détenues).*

Les tableaux ci-dessous donnent la répartition du capital de la Société après apport des actions à l'Offre en fonction des intentions d'apports (cf. paragraphe 1.7) et du taux de réponse des actionnaires composant le public. On suppose ici qu'aucune action à droit de vote double n'est apportée à l'Offre, ni par les Familles Lavorel et Haby, ni par les actionnaires composant le public.

Hypothèse 1 – taux de 50% de réponse pour les actionnaires composant le public

Actionnaires	Nombre d'actions total	% du capital	Nombre de droits de vote réels	% des droits de vote réels	% des droits de vote théoriques
Jean-Claude Lavorel	777 467	6.68%	1 489 934	10.14%	9.66%
Divers Lavorel	180 797	1.55%	364 289	2.48%	2.36%
JCL Finances	2 968 144	25.49%	4 366 994	29.72%	28.33%
Ultimal	1 265 125	10.86%	2 408 225	16.39%	15.62%
Total Famille Lavorel	5 191 533	44.58%	8 629 442	58.73%	55.98%
Famille Haby	272 013	2.34%	561 388	3.82%	3.64%
Concert Lavorel - Haby	5 463 546	46.91%	9 190 830	62.55%	59.62%
Groupe Malakoff-Médéric	1 537 704	13.20%	1 537 704	10.47%	9.97%
Concert Lavorel - MM	6 729 237	57.78%	10 167 146	69.19%	65.95%
Total Lavorel - Haby - MM	7 001 250	60.12%	10 728 534	73.01%	69.59%
FCPE LVL Croissance	22 630	0.19%	22 630	0.15%	0.15%
Autodétention	722 510	6.20%	0	0.00%	4.69%
Public	3 899 594	33.48%	3 942 561	26.83%	25.57%
Total	11 645 983	100.00%	14 693 725	100.00%	100.00%

Hypothèse 2 – taux de 100% de réponse pour les actionnaires composant le public

Actionnaires	Nombre d'actions total	% du capital	Nombre de droits de vote réels	% des droits de vote réels	% des droits de vote théoriques
Jean-Claude Lavorel	777 467	6.68%	1 489 934	10.30%	9.66%
Divers Lavorel	180 797	1.55%	364 289	2.52%	2.36%
JCL Finances	2 968 144	25.49%	4 366 994	30.18%	28.33%
Ultimal	1 265 125	10.86%	2 408 225	16.64%	15.62%
Total Famille Lavorel	5 191 533	44.58%	8 629 442	59.64%	55.98%
Famille Haby	272 013	2.34%	561 388	3.88%	3.64%
Concert Lavorel - Haby	5 463 546	46.91%	9 190 830	63.52%	59.62%
Groupe Malakoff-Médéric	1 537 704	13.20%	1 537 704	10.63%	9.97%
Concert Lavorel - MM	6 729 237	57.78%	10 167 146	70.27%	65.95%
Total Lavorel - Haby - MM	7 001 250	60.12%	10 728 534	74.15%	69.59%
FCPE LVL Croissance	22 630	0.19%	22 630	0.16%	0.15%
Autodétention	946 748	8.13%	0	0.00%	6.14%
Public	3 675 355	31.56%	3 718 322	25.70%	24.12%
Total	11 645 983	100.00%	14 469 486	100.00%	100.00%

1.11.2 Avis du Conseil d'administration de LVL

Au cours de sa séance du 6 septembre 2010, le Conseil d'administration, après avoir pris connaissance (i) de l'ensemble des termes de l'opération envisagée, telle que présentée dans le projet de note d'information relative à l'offre publique d'achat simplifiée, (ii) des travaux d'évaluation menés par Oddo, (iii) du rapport du cabinet Bellot Mullenbach & Associés nommé en qualité d'expert indépendant en

application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF concluant au caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre, a considéré, à l'unanimité, qu'il était conforme tant aux intérêts de la Société que de ses actionnaires et salariés de mettre en œuvre le programme de rachat d'actions autorisé par l'Assemblée Générale du 15 février 2010 par le biais d'une Offre portant sur un montant maximum de 698 759 actions LVL, soit 6% du capital, à un prix de 20 euros par action, pour un montant global de 13 975 180 euros.

Le Conseil d'administration a décidé en outre, compte tenu du caractère équitable du prix proposé, de la prime significative proposée par rapport au cours de bourse, et de la faible liquidité du titre, de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre. Le Conseil d'administration a constaté par ailleurs qu'aucun impact n'est attendu en matière d'emploi du fait de cette opération. Enfin, il a autorisé le Directeur Général Délégué à déposer le projet d'Offre, à effectuer toutes démarches, finaliser et signer tous documents nécessaires à cette fin et plus généralement faire le nécessaire pour mener à bien cette opération.

2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT

AVERTISSEMENT

Dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée de LVL Médical sur ses propres actions, effectuée en vertu de l'article 233-1 6° du Règlement général de l'AMF (l' « Offre ») et portant sur 698 759 actions, Oddo Corporate Finance a été mandaté en qualité d'établissement présentateur et garant de l'Offre et chargé de fournir des éléments d'appréciation du prix proposé au titre de l'Offre.

Les éléments d'appréciation du prix proposé ont été préparés par Oddo Corporate Finance à partir d'informations publiquement disponibles et d'informations écrites ou orales communiquées par la Société. Bien qu'Oddo Corporate Finance estime ces informations exactes, précises et sincères, ces dernières n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante et Oddo Corporate Finance ne donne aucune assurance ou garantie, expresse ou implicite, ni ne saurait accepter aucune responsabilité quant à l'exhaustivité et l'exactitude des informations figurant dans le présent document.

2.1 Méthodologie

L'appréciation du Prix de l'Offre a été menée 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 Oddo Corporate Finance, sont reproduits ci-après.

2.1.1 Méthodologie

(a) Actifs nets comptable et réévalué

Même s'il ne permet pas d'appréhender la rentabilité de l'exploitation de la Société, l'actif net comptable (ANC) constitue une référence d'appréciation du Prix de l'Offre. Il convient de noter que l'ANC non dilué de LVL Médical ressort à 4,5 € par action au 31 mars 2010.

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) consiste à corriger l'ANC des plus ou moins values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan. L'ANR consiste donc à évaluer séparément les actifs et passifs (hors capitaux propres) en tenant compte de l'ensemble des éléments non reflétés par le bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières, etc.), est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de LVL Médical.

(b) Multiples de transactions comparables

Cette méthode ne peut être appliquée, les conditions financières des transactions relevées sur le secteur étant pour la plupart restées confidentielles.

Par ailleurs, la valeur d'entreprise (VE) des huit acquisitions réalisées par la Société au cours des trois dernières années représente entre 1 et 1,5 fois le chiffre d'affaires (CA), hors cas particuliers, à comparer au multiple VE/CA 2010° de 1,7x induit par le Prix de l'Offre. Au cas d'espèce, les multiples d'EBITDA ou d'EBIT ne sauraient également être retenus dans la mesure où LVL Médical a procédé à l'acquisition de cibles à marges faibles et valorisé un potentiel de rattrapage de ces marges au niveau de la profitabilité du groupe consolidé.

(c) Actualisation des dividendes

La méthode qui consiste à actualiser les dividendes futurs n'a pas été retenue, dans un contexte où la Société n'a pas versé de dividendes au titres des exercices clos depuis le 30 septembre 2002 (compris), ni

communiqué au marché d'objectif en matière de distribution pour les exercices à venir.

2.1.2 Méthodes de valorisation retenues

Les méthodes suivantes ont été retenues dans le cadre de l'analyse du Prix de l'Offre :

Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Méthodes comparatives d'analyse boursière :

- l'analyse du cours de bourse,
- les objectifs de cours des analystes de recherche publiant régulièrement sur la Société,
- les multiples des sociétés cotées comparables à LVL Médical.

Méthode intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie disponibles.

2.2 Application des méthodes retenues

2.2.1 Sources utilisées et hypothèses retenues pour l'analyse

(a) Sources

Les travaux sont notamment fondés sur :

- le document de référence au 30 septembre 2009 de LVL Médical et les comptes semestriels clos le 31 mars 2010,
- les projections de la Société sur la période 2010-2015,
- plusieurs sessions de questions / réponses avec la Société.

(b) Hypothèses

La dette financière nette consolidée de LVL Médical retenue pour l'analyse ci-après est estimée au 30 septembre 2010. Elle est calculée à partir de l'endettement financier net communiqué par la Société, après prise en compte de certains retraitements.

La dette financière nette consolidée de LVL Médical estimée à 29,5 M€ au 30 septembre 2010 est ainsi :

- augmentée des provisions à long terme, relatives aux engagements envers le personnel et aux litiges, estimées à 0,4 M€ après prise en compte de l'impôt normatif ;
- augmentée de la valeur des intérêts minoritaires pour un montant au 30 septembre 2010 estimé à 2,8 M€ ;
- diminuée des reports déficitaires pour un montant estimé à 1,2 M€ au 30 septembre 2010 ;
- diminuée de la trésorerie issue de l'exercice des stock-options, dans la monnaie, soit 12,1 M€.

Après ces retraitements, la dette financière nette consolidée de LVL Médical au 30 septembre 2010 ressort ainsi à 19,4 M€.

Le nombre d'actions dilué retenu dans le cadre de la valorisation est de 12 650 994, correspondant au

nombre d'actions en circulation au 31 juillet 2010, net de l'autocontrôle à cette même date et augmenté de l'exercice des 1 253 000 options de souscription d'actions dans la monnaie. Les OCEANE étant remboursées au 1er octobre 2010, et non converties en actions, il n'en résulte aucun impact sur le nombre d'actions dilué. S'agissant d'une offre de liquidité pour les actionnaires minoritaires de LVL Médical, il n'a pas été tenu compte de l'impact dilutif de la valeur temps des seuls autres instruments donnant accès au capital, à savoir des BSAAR hors de la monnaie (prix d'exercice de 21,88 €).

Le dernier cours de bourse pris en référence pour LVL Médical dans l'analyse ci-après est celui du 27 août 2010.

2.2.2 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Plusieurs transactions récentes et significatives, émanant d'investisseurs qualifiés, ont été relevées :

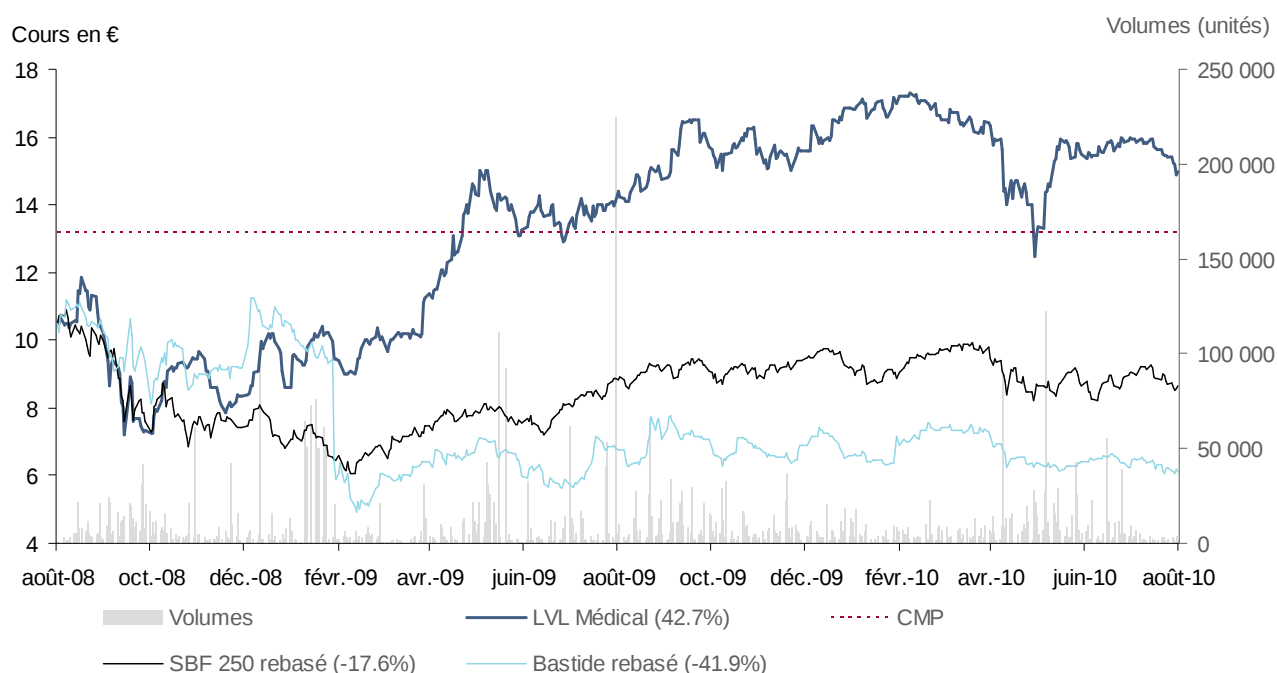
- le 12 août 2009, Amber Master Fund a cédé 285 000 actions LVL Médical à JCL Finances et 552 000 actions LVL Médical à la Société à un prix de 13,0 € par action ;
- le 4 novembre 2009, Malakoff Médéric Assurances et l'URRPIMMEC (groupe Malakoff Médéric) ont acquis auprès d'Amber Master Fund 1 537 704 actions LVL Médical à un prix de 14,0 € par action.

Le Prix de l'Offre fait ressortir une prime comprise entre 42,9% et 53,8% sur les prix des transactions récentes sur le capital de LVL Médical.

2.2.3 Analyse du cours de bourse

LVL Médical est une société cotée sur le compartiment B de NYSE-Euronext Paris (ISIN : FR0000054686) et présente au sein de plusieurs indices (par ordre de pondération croissante : SBF 250, CAC Health Care, CAC Small 90 et CAC Mid&Small 190).

Le cours de bourse de LVL Médical a évolué dans une fourchette comprise entre 12,46 € et 17,29 € durant les 250 derniers jours. La Société bénéficie des tendances du secteur des services médicaux, qui connaît une demande structurellement acyclique et de belles perspectives de croissance, contribuant à expliquer la surperformance du cours par rapport à l'indice généraliste SBF 250.



Source : Datastream

Au cours des 250 derniers jours, les volumes d'actions échangées sur le marché se sont élevés en moyenne à 9 200 titres par séance, avec des écarts de volumes quotidiens cependant significatifs.

Au 27/08/2010	Spot	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	14.98	15.58	15.67	15.20	15.54
Prime / (Décote) par rapport au Prix de l'Offre	33.5%	28.4%	27.7%	31.5%	28.7%
Cours le plus haut (€)	14.98	15.95	16.00	17.10	17.29
Prime / (Décote) par rapport au Prix de l'Offre	33.5%	25.4%	25.0%	17.0%	15.7%
Cours le plus bas (€)	14.98	14.90	14.90	12.46	12.46
Prime / (Décote) par rapport au Prix de l'Offre	33.5%	34.2%	34.2%	60.5%	60.5%
Volumes moyens quotidiens (milliers de titres)	1.3	2.2	7.9	9.5	9.0
Volumes cumulés sur la période (milliers de titres)	1.3	43.7	476.6	1,142.4	2,242.7
% du capital	0.0%	0.4%	4.1%	9.8%	19.3%
% du flottant	0.0%	1.0%	10.9%	26.1%	51.3%

Source : Datastream

Le Prix de l'Offre fait ressortir une prime de 33,5% par rapport au cours de clôture du 27 août 2010 et de 27,7% par rapport à la moyenne pondérée des cours par les volumes sur les 60 derniers jours.

2.2.4 Objectifs de cours des analystes de recherche

La Société est suivie par les bureaux d'études suivants : CA Cheuvreux, Gilbert Dupont, HSBC, Oddo Securities et TSAF.

Bureau d'études	CA Cheuvreux	Gilbert Dupont	HSBC	Oddo Securities	TSAF
Objectif de cours	17 €	19 €	18 €	19 €	23 €
Recommandation	Alléger	Achat	Neutre	Achat	Achat
Date	07/05/2010	21/07/2010	16/02/2010	21/07/2010	12/07/2010
Analyste	C. Rozen	G. Cuvillier	M. André-Pinard	C.-R. Ganet	C. David-Tracaz

Le Prix de l'Offre fait ressortir une prime de 4,2% par rapport à la moyenne des objectifs de cours de 19,2 € par action.

2.2.5 Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer LVL Médical par analogie, à partir de multiples de valorisation de sociétés comparables cotées, tels qu'ils ressortent d'une part du cours de bourse, et d'autre part des agrégats comptables estimés par un consensus d'analystes financiers.

LVL Médical opère sur le secteur de l'assistance médicale à domicile. Hormis Bastide le Confort Médical, les sociétés françaises ou européennes opérant sur le même secteur et qui seraient réellement comparables en termes d'activité ne sont pas cotées. Les sociétés cotées intervenant sur le secteur, quand bien même le contexte réglementaire est différent, sont américaines.

A l'issue de nos analyses, un échantillon de trois sociétés évoluant dans le domaine de l'assistance médicale à domicile a été retenu :

- Bastide le Confort Médical : société française active dans l'assistance médicale à domicile et la vente de dispositifs médicaux à destination des particuliers et des professionnels de santé ;
- Addus Homecare : groupe américain présent dans l'assistance médicale à domicile et l'assistance aux seniors et aux personnes dépendantes. Le groupe opère dans une vingtaine d'Etats ;
- Almost Family : groupe américain spécialisé dans l'assistance médicale à domicile et l'assistance aux seniors et aux personnes dépendantes. Le groupe opère dans onze Etats.

Il convient de noter que certains groupes cotés comme American Homepatient et Allied Healthcare n'ont pas pu être retenus en raison d'une absence de suivi par les analystes et par conséquent d'une absence de données prospectives. Le groupe Lincare (CA 2009 : 1.6 MdUS\$) n'a pas été retenu en raison d'une différence de profil de risque attribuable à sa taille.

Les retraitements sur l'endettement financier net des comparables sont homogènes avec ceux opérés sur LVL Médical. Les capitalisations boursières des comparables correspondent à celles calculées à partir de leur cours moyen pondéré un mois au 27 août 2010. Le taux de change euro / dollar est également pondéré sur un mois au 27 août 2010.

Les sociétés comparables ne clôturant pas comme LVL Médical au 30 septembre, un ajustement calendaire des agrégats prospectifs a été effectué. Ces données prospectives sont issues du consensus IBES (Datastream).

Dans le cadre de la présente évaluation, les multiples de valeur d'entreprise (VE) rapportée à l'EBITDA¹ et à l'EBIT² ont été retenus. Ont en revanche été écartés le multiple VE/CA, qui ne prend pas en compte la différence de profitabilité entre les sociétés, ainsi que le PER³ qui, selon le niveau de l'endettement de la société évaluée, peut introduire des biais dans l'évaluation de la valeur de marché de ses capitaux propres.

Les multiples de notre échantillon et de LVL Médical (également issus du consensus IBES) sont présentés ci-après :

	VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2010e	2011e	2012e	2010e	2011e	2012e
Bastide	5.3x	4.7x	4.0x	12.4x	10.0x	8.3x
Almost family	4.2x	4.3x	4.6x	4.5x	4.6x	5.0x
Addus Homecare	5.8x	5.1x	n.a.	7.7x	6.2x	n.a.
Moyenne	5.1x	4.7x	4.3x	8.2x	6.9x	6.6x
LVL Médical	6.7x	6.0x	5.6x	10.5x	9.3x	8.5x

Source : Datastream

L'application de la moyenne des multiples d'EBITDA 2010e, 2011e et 2012e de l'échantillon aux EBITDA de LVL Médical estimés par la Société pour ces mêmes exercices, extériorise une valeur par action LVL Médical comprise entre 12,4 € et 14,3 €, le Prix de l'Offre induisant ainsi une prime de 39,9% à 61,3%.

L'application de la moyenne des multiples d'EBIT 2010e, 2011e et 2012e de l'échantillon aux EBIT de LVL Médical estimés par la Société pour ces mêmes exercices, extériorise une valeur par action LVL Médical comprise entre 12,4 € et 14,8 €, le Prix de l'Offre induisant ainsi une prime de 35,1% à 61,3%.

¹ Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, soit le résultat d'exploitation avant dotations aux amortissements et provisions

² Earnings before interest and taxes, soit le résultat d'exploitation

³ Price / earnings ratio, soit le rapport entre la valeur des capitaux propres et le résultat net courant part du groupe

2.2.6 Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)

(a) Méthodologie

Cette méthode intrinsèque consiste à actualiser et sommer les flux de trésorerie disponibles futurs pour déterminer la valeur d'entreprise. L'actualisation se fait au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs.

(b) Flux de trésorerie disponibles

Les flux de trésorerie disponibles sont issus du plan d'affaires de la Société sur la période 2010e-2015e et d'un horizon de transition construit par Oddo Corporate Finance dans le but d'actualiser une rente (ROCE4 – WACC) qui reste cohérente à l'infini.

(c) Hypothèses de calcul du coût moyen pondéré du capital

Le taux sans risque retenu de 3,25% correspond à la moyenne 1 an de l'Euro Swap 10 ans au 27 août 2010.

La prime de risque de marché retenue, soit 6,0%, correspond à celle déterminée par Oddo Securities.

Dans la mesure où le coefficient de régression relatif au bêta de LVL Médical est faible, ce dernier n'a pas pu être retenu en tant que tel. Le bêta économique de 0,9x retenu correspond au bêta sectoriel des services médicaux (source Damodaran).

Le coût moyen pondéré du capital est assimilé au coût des fonds propres obtenu de 8,65% dans la mesure où la Société est amenée à dégager une situation de trésorerie nette positive sur l'horizon du plan d'affaires.

(d) Valeur terminale

Le calcul de la valeur terminale est fondé sur la méthode de Gordon Shapiro, c'est-à-dire par actualisation d'un flux de trésorerie terminal, normatif, à perpétuité. Ce flux normatif a été établi sur une hypothèse de ROCE cohérente avec les perspectives de long terme de la société.

Le taux de croissance à l'infini a été fixé à 2,0%, en ligne avec les perspectives de croissance à long terme du secteur.

(e) Valeur des capitaux propres

En introduisant une sensibilité de +/- 0,5% sur le coût moyen pondéré du capital et de +/- 0,5% sur la croissance à l'infini, la valeur par action s'établit dans une fourchette de 16,9 € à 22,0 €, pour une valeur centrale de 19,1 € par action.

Le Prix de l'Offre fait ressortir une prime de 4,7% par rapport à la valeur centrale du DCF.

⁴ Return on capital employed, soit le retour sur capitaux engagés

2.3 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre

Méthodes retenues	Valorisation par action (€) induite	Prime induite par le Prix de l'Offre
Opérations sur le capital de la Société		
Transaction Amber/JCL et Amber/LVL	13.0	53.8%
Transaction Amber/Malakoff Médéric	14.0	42.9%
Cours de bourse		
Cours spot (27/08/2010)	14.98	33.5%
CMP 20 jours	15.58	28.4%
CMP 60 jours	15.67	27.6%
CMP 120 jours	15.20	31.5%
CMP 250 jours	15.54	28.7%
Objectifs de cours des analystes		
Objectif moyen	19.2	4.2%
Comparables boursiers		
VE/EBITDA 10e	12.4	61.3%
VE/EBITDA 11e	13.6	47.1%
VE/EBITDA 12e	14.3	39.9%
VE/EBIT 10e	12.4	61.3%
VE/EBIT 11e	13.0	53.8%
VE/EBIT 12e	14.8	35.1%
Méthode DCF		
Valeur centrale	19.1	4.7%

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

3.1 Contexte de l'opération

La Direction de la société LVL Médical Groupe (ci-après « LVL » ou la « Société ») envisage d'initier une offre publique de rachat de ses propres actions afin, nous a-t-elle indiqué, d'envoyer un message de confiance au marché et d'offrir à ses actionnaires l'opportunité de bénéficier d'une liquidité partielle mais immédiate.

Cette offre est réalisée dans le cadre du programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale mixte des actionnaires de LVL Médical Groupe, le 15 février 2010, en application de la 12ème résolution, laquelle a autorisé le conseil d'administration à faire acquérir par LVL ses propres titres, dans la limite de 10 % du nombre total d'actions et à un prix unitaire ne dépassant pas 30 €.

Les actions acquises dans le cadre de cette offre ont vocation à être affectées (i) à l'objectif de remise d'actions lors de l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant accès au capital, et/ou (ii), à l'objectif de conservation et de remise ultérieure à titre de paiement ou d'échange à l'occasion d'opérations de croissance externe dans la limite de 5 % du nombre total d'actions.

L'opération est réalisée dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« OPAS » ou l'« Offre ») en application des dispositions de l'article 233-1 6° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF »). L'Offre porte sur un nombre maximum de 698 759 actions, représentant 6 % du capital de la Société, au prix de 20 € par action.

Il est précisé que la famille Lavorel, principal actionnaire de la Société, a fait part de son intention d'apporter 232 920 actions à l'Offre, représentant 2 % du capital de LVL et 4,3 % de sa participation (sur une base de 46,58 %). La famille Haby a fait part de son intention d'apporter 17 362 actions représentant 0,15 % du capital de la Société, soit 6 % de sa participation. Le groupe Malakoff Médéric a indiqué ne pas apporter les titres qu'elle détient. Compte tenu de ces éléments, la relation des actionnaires agissant de concert serait de 4% au maximum, nette de l'autocontrôle.

Au regard de la nature de l'Offre présentée, il n'est pas envisagé le retrait des actions LVL de la cote.

Ainsi, en application des dispositions de l'article 261-3 du règlement général de l'AMF, le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (ci-après « BM&A ») a été mandaté le 16 août 2010 par le directeur général délégué de la Société en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix par action proposé à l'occasion de l'OPAS. Cette nomination a été entérinée par le conseil d'administration du 6 septembre 2010.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de souscrire ou non à l'Offre.

3.2 Présentation de l'expert indépendant

3.2.1 Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, ci-après BM&A, est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte 75 collaborateurs, dont 12 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million d'euros ; son siège social est situé 11, rue de Laborde à Paris 8ème.

BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique, propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com, qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 30 juin 2009 en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

3.2.2 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
mai-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Intercall	Financière LR	Oddo Corporate Finance
juin-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Cofidur	EMS Finance	Crédit du Nord
juin-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Huis Clos	BG2P	Banque Palatine
sept-09	Rachat des CCI (1)	CRCAM Aquitaine	CRCAM Aquitaine	Oddo Corporate Finance
sept-09	Rachat des CCI (1)	CRCAM Centre Loire	CRCAM Centre Loire	Oddo Corporate Finance
nov-09	Augmentation de capital avec suppression du DPS	Risc Group	STS Group	HSBC
févr-10	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Compagnie Intern. André Trigano	Etoile Holding 2	BNP Paribas
juin-10	Augmentation de capital et OPA (actions, OCEANE)	Solving Efeso International	Partners in Action	Bryan Garnier

(1) Opération non soumise aux dispositions du règlement général de l'AMF

3.2.3 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la société LVL Médical, de ses conseils et de ses actionnaires, dans une des situations de conflits d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006.

Nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de nous avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission.

3.2.4 Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 42 000 €, hors taxes et débours.

3.2.5 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et Thierry Bellot, associés signataires, assistés de Roland Clère, directeur de mission spécialisé en évaluation financière. La revue indépendante a été effectuée par Thierry Bellot qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est déroulée du 10 août au 6 septembre 2010, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec :

- Gert Schaumburg, directeur administratif et financier du Groupe LVL Médical ;
- Laurent Durieux et Laurent Bonin, directeurs adjoints chez Oddo Corporate Finance (ci-après « Oddo » ou la « Banque »), banque conseil de la Société ;
- Delphine Vidalenc, avocate du cabinet De Pardieu Brocas Maffei, conseil de LVL.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils, et sur la base d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- présentation de l'opération envisagée et de son contexte ;
- description de l'activité de la Société et de son marché ;
- analyse du plan d'affaires et identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;
- perspectives d'évolution de l'activité de la Société.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- prendre connaissance de l'activité de LVL ;
- analyser le contexte général de l'Offre ;
- analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- analyser les données financières prévisionnelles de LVL ;
- mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- déterminer la valeur par action de la Société par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Oddo, et réaliser un examen critique de ces travaux.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la direction financière de LVL et par Oddo. Il s'agit principalement :

- des contrats de cession de titres entre Amber Master Fund et, d'une part, LVL Médical Groupe, et d'autre part, JCL Finances ;
- de la note d'opération du 14 mai 2008, relative à l'émission d'OBSAAR de 60 M€ ;
- des documents de référence des exercices 1998 à 2009, ainsi que le rapport financier semestriel du premier semestre 2009-2010 ;
- des procès-verbaux du Conseil d'administration des exercices 2006-2007 à 2009-2010 ;
- du plan de développement 2010-2015 de la Société élaboré par la Direction ;
- du projet de note d'information relatif à l'Offre ;
- du rapport d'évaluation établi par Oddo ;
- d'une manière générale, de l'ensemble des informations et documents, notamment historiques.

Nous avons par ailleurs utilisé les bases de données financières Thomson Finance et eMAT. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblée pertinente. En particulier, nous avons examiné les comptes et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche d'un échantillon de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des

situations comptables, au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC. S'agissant des prévisions financières, que nous avons examinées avec les dirigeants de LVL, il nous a été affirmé qu'elles avaient été établies au mieux de leur connaissance et, qu'à la date d'émission de notre rapport, la direction de la Société n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

3.3 Présentation de LVL

LVL Médical est une société anonyme au capital de 4 076 094,05 €, réparti en 11 645 983 actions de 0,35 € de nominal. Son siège social est situé à Lyon, 44, quai Charles de Gaulle dans le 6ème arrondissement. La Société est cotée sur l'Eurolist B d'Euronext Paris (FR0000054686- LVL). Le 31 août 2010, sa capitalisation boursière atteint environ 174 M€ sur la base d'un cours de clôture de 14,98 €. En moyenne, en 2009, la Société employait 559 personnes en France et 1 215 personnes en Allemagne. Au titre de l'exercice 2008-2009, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 136,1 M€ (en augmentation de près de 19 %), dont 86,5 M€ en France et 49,6 M€ en Allemagne, pour un résultat opérationnel courant de 19,5 M€, contre 13,9 M€ en 2007-2008.

LVL est dirigée par son président directeur-général, Monsieur Jean-Claude Lavorel, dont la famille contrôle la Société. Le détail de l'actionnariat au 31 juillet 2010 est présenté dans le tableau suivant :

Actionnariat au 31-juil.-2010	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de DDV	% DDV
Jean-Claude Lavorel	777 467	6,68%	1 489 934	9,82%
Divers Lavorel	235 925	2,03%	419 417	2,77%
JCL Finances	3 045 936	26,15%	4 444 786	29,30%
Ultimal	1 365 125	11,72%	2 508 225	16,54%
Total famille Lavorel	5 424 453	46,58%	8 862 362	58,43%
Famille Haby	289 375	2,48%	578 750	3,82%
Groupe Malakoff Médéric	1 537 704	13,20%	1 537 704	10,14%
Total Lavorel-Haby-Malakoff	7 251 532	62,27%	10 978 816	72,38%
FCPE LVL Croissance	22 630	0,19%	22 630	0,15%
Autodétention	247 989	2,13%		0,00%
Public	4 123 832	35,41%	4 166 799	27,47%
Total général	11 645 983	100,00%	15 168 245	100,00%

3.3.1 Historique de la Société

LVL est créée en 1989 par Jean-Claude Lavorel, après l'ouverture du marché de l'assistance respiratoire à domicile au secteur privé (en 1987). De 1989 à 1997, la Société qui s'introduit en Bourse au Second Marché en 1996, entreprend le maillage du territoire national. En 1997, elle élargit son offre de services à la perfusion et au maintien à domicile (MAD) avec l'achat de Noury Médical Conseil.

De 1997 à 2001, LVL renforce sa présence sur le marché national par croissance externe : en 1998, elle acquiert Axel Médical (10 structures en France spécialisées en assistance respiratoire et en perfusion),

Beaulieu Médical, Médical Assistance, puis en 1999 D'Médical (13 structures en France spécialisées en assistance respiratoire et en MAD), et en 2000 33 associations régionales spécialisées en assistance respiratoire en Midi-Pyrénées. Au cours de cette période, la Société entreprend également son internationalisation en Allemagne et au Royaume-Uni, via la création de LVL Médical Deutschland GmbH (en 1999) et de LVL Médical UK Ltd (en 2000), et l'acquisition de Körner & Wagner (en 1999), de Ulrich GmbH (en 2000) et de Clinovia (UK, en 2000).

En 2001, LVL entre sur le marché de la nutrition entérale et de l'insulinothérapie. Le cours de l'action atteint son plus haut historique à 79,50 € le 29 décembre 2000.

La Société, qui a connu une croissance à deux chiffres (voire trois en 1998 et 2000) assortie d'un taux de ROC d'environ 25 % de 1996 à 1999, connaît un effritement de sa rentabilité à partir de 2000 qui se poursuivra jusqu'en 2003, date à laquelle le chiffre d'affaires diminue de 25 %, du fait des cessions de participations, pour une marge opérationnelle courante négative de -7 %.

Durant la période 2002-2003, la direction de la Société entame un vaste plan de restructuration qui se traduit par un recentrage sur les prestations à valeur ajoutée. Elle axe son développement en Allemagne sur les prestations de soins avec l'acquisition de 60 % de Bonitas et de 8 structures de soins à domicile. En 2003, LVL sort du marché britannique en cédant LVL Médical UK avec une moins-value de 13 M€. En France, la Société se désengage progressivement du marché du MAD, supprime une soixantaine de postes, restructure le back-office (contrôle des achats et des stocks, accélération des encaissements, réduction du train de vie du siège) et vise à terme 10 M€ d'économie par an en année pleine. LVL trouve également un accord avec ses créanciers qui se traduit par la renégociation des crédits obtenus pour financer les acquisitions en Allemagne et les rachats d'OCEANE5, la suspension jusqu'à fin 2004 du remboursement des autres crédits d'un montant global de 11,7 M€ et le règlement partiel des arriérés de paiement de la dette de location financement. A fin septembre 2003, la Société présente des fonds propres consolidés négatifs (6,5 M€) et le cours de l'action atteint son plus bas historique le 14 mai 2004 à 1,65 €.

En 2003-2004, la Société sort en grande partie du marché du MAD et poursuit ses efforts de restructuration (cession du siège social, réorganisation administrative des agences régionales, PSE en région Sud, mise en place de la télétransmission avec les caisses d'assurance-maladie).

L'exercice 2004-2005 voit la fin de la réorganisation du Groupe. LVL rachète le solde du capital de Bonitas, échange par OPE ses obligations OCEANE 2005 contre des obligations OCEANE 2009 et augmente ainsi son capital de 5,6 M€. En 2006-2007, la Société met en œuvre la clause de forçage des OCEANE qui conduit à une augmentation de ses fonds propres de 27,5 M€ et poursuit sa croissance en Allemagne. En 2007-2008, LVL déménage son siège social quai Charles de Gaulle à Lyon et émet 60 M€ d'OBSAAR6 remboursables en trois tranches annuelles de 10 M€, 20 M€ et 30 M€ à compter de juin 2011. La mise en place d'un nouvel ERP se révèle un échec et la Société poursuit son prestataire en justice. En 2008-2009, LVL rachète Lynn's Best en Allemagne pour 10,7 M€, entame le déploiement d'un nouvel ERP et finalise sa sortie du marché MAD. Mi-2009, le fonds Amber Master Fund sort du capital de la Société à travers la cession de ses titres à JCL Finances (2,2 % du capital à 13 € par action), à LVL (4,3 % du capital à 13 € par action) qui, à cette occasion, annule près de 10 % de ses titres, et à Malakoff Médéric (13,2 % du capital à 14 € par action).

Grâce aux efforts de restructuration entrepris au cours des dernières années, le Groupe est ainsi parvenu à restaurer sa rentabilité. Sur la période 2005 – 2009, l'activité d'appareillage en France a dégagé une marge opérationnelle (avant charges IFRS de stock options) de 15,3 % en moyenne, passant de 13,9% en 2005 à 17% en 2009. On notera toutefois un exercice 2007-2008 en demi-teinte, au cours duquel la hausse des frais de personnel résultant notamment de la participation a conduit à une marge de 13,3%. En Allemagne, la forte croissance de l'activité a eu pour corollaire une érosion de la marge opérationnelle, qui s'explique par la période nécessaire à l'intégration des nouvelles acquisitions et l'arrivée à maturité

⁵ Obligations à Option de Conversion et/ou Echange en Actions Nouvelles ou Existantes (Obligations OCEANE ou OCEANE)

⁶ Obligations à bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables

des agences nouvellement créées. Les marges sont ainsi passées de 14,4% en 2005 à 9,6% en 2009.

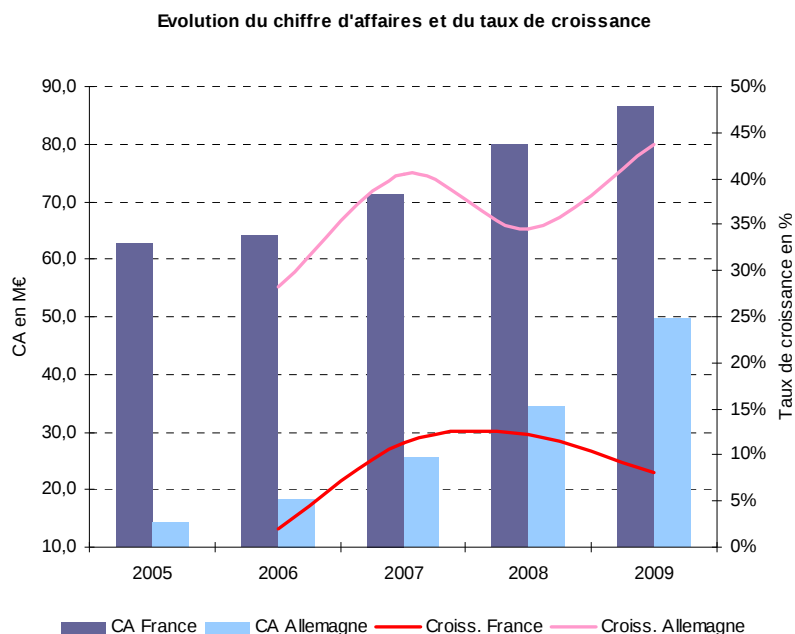
Compte tenu de l'accroissement du poids relatif de l'Allemagne dans le chiffre d'affaires du Groupe, la marge opérationnelle (avant stock options) a été relativement stable, passant de 13,7% en 2005 à 14,3% en 2009. Il convient toutefois de signaler la forte différence de capitaux à engager entre les deux branches, l'activité d'appareillage nécessitant des investissements en matériels médicaux alors que l'activité de soins en Allemagne est avant tout consommatrice de main d'œuvre. En définitive, entre 2005 et 2009, la rentabilité des capitaux engagés (ROCE⁷) en Allemagne ressort à plus de 18% (en tenant compte des écarts d'acquisition) contre 16,6 % en France.

Le tableau synthétique ci-dessous illustre de manière chiffrée les éléments développés supra :

au 30 sept., en M€	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Chiffre d'affaires	50,2	118,9	154,5	165,0	124,3	78,7	77,0	82,3	97,0	114,5	136,1
% croissance		136,8%	29,9%	6,9%	-24,7%	-36,7%	-2,1%	6,9%	17,8%	18,1%	18,9%
EBE	16,1	23,4	24,7	21,8	7,0	8,8	19,5	20,1	22,0	23,4	29,0
en % du CA	32,1%	19,7%	16,0%	13,2%	5,6%	11,2%	25,4%	24,4%	22,6%	20,4%	21,3%
Résultat opérationnel	12,3	17,0	17,3	10,9	(31,8)	3,5	8,6	13,2	14,6	10,1	17,1
en % du CA	24,5%	14,3%	11,2%	6,6%	-25,6%	4,5%	11,2%	16,1%	15,1%	8,8%	12,5%
Résultat net consolidé	6,6	9,5	3,3	4,8	(36,8)	5,7	7,2	7,8	10,6	7,1	10,3
Résultat net consolidé (pdg)	6,1	9,2	2,9	4,3	(36,3)	5,7	7,1	7,7	10,3	6,8	9,9

3.3.2 Activités et marchés de la Société

Comme évoqué ci-dessus, la Société exerce son activité en France et en Allemagne. Son évolution a été la suivante au cours des dernières années :



En France, l'activité du Groupe se concentre sur l'appareillage médical à domicile. Elle consiste en la mise en œuvre de matériel et de consommables au domicile du patient dans les domaines de l'assistance respiratoire (55,3 M€ de CA représentant près des deux tiers de l'activité en France), de la perfusion, de la nutrition entérale et de l'insulinothérapie (ensemble la PNI, 31 M€ de CA). La prestation comprend

⁷ ROCE pour « return on capital employed » soit le rapport du résultat net à dette nulle aux actifs d'exploitation moyens (immobilisations et besoins en fonds de roulement).

l'accompagnement du patient en collaboration avec le corps médical.

Le marché de l'assistance respiratoire, qui est opéré dans une proportion de 60/40 par des opérateurs privés et des associations, représente environ 500 M€, en progression de 16 % entre 2006 et 2007. LVL détient la deuxième place sur ce marché, derrière le groupe Air Liquide, à travers ses deux filiales, Orkyn et Vitalaire, et devant Bastide le confort médical. Le marché de la PNI est occupé par les mêmes intervenants auxquels il faut ajouter la société Nestlé Homecare, filiale de Nestlé.

En Allemagne, la Société, via sa filiale Bonitas, développe une activité de soins infirmiers pour patients dépendants, répartis en soins infirmiers à domicile (ou Pflegedienste) qui représentent 17 % du CA réalisé en Allemagne, et en soins intensifs (ou Intensivstationen) qui représentent 83 % du CA réalisé en Allemagne et qui sont effectués au domicile du patient ou en unités de soins dédiées.

Le marché allemand, estimé à 4 Md€, est opéré par 11 500 structures de soins à domicile. Ces structures prennent en charge un peu plus de 20 % des 2,3 millions de personnes prises en charge par l'assurance dépendance (Pflegeversicherung, créée en 1995 afin de permettre le maintien à domicile), taux qui devrait atteindre rapidement 25 %. Leader sur le marché allemand, LVL entend conserver sa position, tant par croissance interne de ses activités qu'en saisissant les opportunités d'acquisition de structures existantes.

3.3.3 Comptes clos au 30 septembre 2009 et évolution des performances financières

Compte de résultat

Au cours de l'exercice 2009, LVL a réalisé un chiffre d'affaires de 136,1 M€, en augmentation de 18,9 %. En France le chiffre d'affaires est en progression de 9,4%, hors effet de la cession de la dernière branche d'activité spécialisée en MAD (Saint-Etienne). En Allemagne, la progression est de 43,8%, dont 11,2% à périmètre constant.

La marge d'exploitation en France s'est établie, avant stock options, à 17% contre 9,6% pour l'Allemagne. En dépit de cette apparente faiblesse des marges allemandes, la rentabilité des capitaux engagés outre-Rhin ressort à 18% (y compris écarts d'acquisition), soit un taux proche de celui de la France 19,3%. Globalement, le résultat opérationnel courant consolidé avant stock options est de 19,5 M€, soit une marge de 14,3%.

Après charges calculées sur stock options de 1,6 M€ et charges opérationnelles non courantes de 0,8 M€ (essentiellement liées aux mises au rebut de matériels médicaux à la suite d'un inventaire physique), le résultat opérationnel ressort à 17,1 M€ soit 12,5% du chiffre d'affaires.

Le résultat financier fait ressortir une charge nette de 1,8 M€, essentiellement constituée du coût de l'endettement financier net. Il convient de noter que cette charge provient pour 0,9 M€ de la comptabilisation de frais financiers calculés au titre des obligations à bons de souscription, conformément aux normes comptables IFRS.

Après impôt consolidé (5 M€) et intérêts minoritaires (0,3 M€), le résultat net part du groupe s'établit à 9,9 M€, en hausse de 46%.

Bilan

Le bilan au 30 septembre 2009 fait ressortir une situation financière saine, avec un endettement net de 19,4 M€ représentant 27% des capitaux engagés. L'actif d'exploitation est constitué essentiellement d'immobilisations, dont 55% sont des écarts d'acquisition (40 M€), en forte progression à la suite des acquisitions réalisées en Allemagne.

Actif fonctionnel simplifié en M€	2008	2009	Passif fonctionnel simplifié en M€	2008	2009
Ecart d'acquisition	26,1	40,0	Fonds propres part du groupe	50,7	48,7
Immobilisations incorporelles	0,6	1,1	Intérêts minoritaires	0,4	0,6
Immobilisations corporelles	26,8	29,1	Fonds propres consolidés	51,1	49,3
Immobilisations financières	0,7	0,8	Provisions et passifs long terme	4,7	3,3
Impôts différés	2,1	2,0	Endettement net	6,2	19,4
Actif immobilisé	56,3	72,9	En % des capitaux engagés	10,1%	27,0%
Besoin en fonds de roulement	5,7	(0,9)	Capitaux engagés	62,0	72,0
En % du chiffre d'affaires	5,0%	-0,7%			
Actif d'exploitation	62,0	72,0			

En application des normes comptables IFRS, l'emprunt obligataire OBSAAR a été partiellement reclassé en fonds propres. Il est ainsi comptabilisé pour 57 M€ contre un capital restant dû de 60 M€, amortissable en trois tranches de juin 2011 à juin 2013. Cette dette a été émise en juin 2008 dans le but de financer la croissance endogène du groupe ainsi que des acquisitions. Elle a été essentiellement souscrite par des organismes bancaires et les BSARR ont été principalement acquis par les actionnaires majoritaires.

En contrepartie de cet endettement financier, la Société dispose d'une trésorerie de 39 M€, faisant ressortir par solde un endettement financier net de 19,4 M€.

3.3.4 Plan d'affaires prévisionnel 2010-2015

Le plan d'affaires sur lequel se fondent nos travaux, présenté sous forme résumée ci-après, a été établi par le management pour les besoins de l'opération. Ces prévisions intègrent, pour l'Allemagne, le rachat intégral des intérêts minoritaires, se traduisant par des décaissements de 1 M€ par an en moyenne sur la période 2010-2014. Ces hypothèses d'acquisition sont conservatrices au regard des exercices récents et des ambitions affichées par la Société en termes de croissance externe.

A la date de nos travaux et s'agissant de l'exercice en cours, qui s'achève fin septembre 2010, les prévisions de la Société sont en ligne, voire légèrement supérieures à celles du consensus d'analystes.

Pour les années prévisionnelles 2011-2015, il est attendu une croissance soutenue du chiffre d'affaires en France, proche de 15,5% par an, provenant notamment de l'activité perfusion-nutrition-insulinothérapie (PNI). Ces hypothèses font ressortir une accélération du rythme de croissance observé au cours des 5 derniers exercices, le management anticipant le maintien d'un environnement porteur ainsi que des prises de part de marché. Par ailleurs, la Société n'anticipe pas de nouvelles baisses des tarifs de remboursement au-delà de celles déjà annoncées dans le secteur de l'apnée du sommeil et qui affecteront en année pleine l'exercice 2010-2011.

En Allemagne, il est retenu une hypothèse relativement plus conservatrice d'une croissance de chiffre d'affaires proche de 12% par an en moyenne sur la période 2010-2015, l'essentiel des effets de périmètre se concentrant sur l'exercice 2010-2011, sous l'effet, en année pleine, des acquisitions réalisées en 2009-2010.

Comparée aux hypothèses de croissance du chiffre d'affaires, l'évolution attendue de la marge opérationnelle - avant charge sur stock options - est relativement prudente, notamment au regard de l'arrivée à maturité du réseau d'agences en Allemagne. La marge opérationnelle se situerait entre 16,5% et 17,5% pour la France et légèrement au dessus de 12% pour l'Allemagne.

Compte tenu de ces éléments, la rentabilité des capitaux engagés consolidés (ROCE) se situerait à terme autour de 28% contre une fourchette de 17,5% à 21% observée au cours des 5 derniers exercices (2006 à 2010).

En conclusion, le scénario retenu par le management est relativement volontariste concernant la croissance de l'activité, une forte pression des organismes d'assurance santé sur les prix de remboursement n'étant pas anticipée dans un contexte général de volonté affirmée de réduction des déficits publics. Cet optimisme est toutefois en partie tempéré par la quasi absence d'effet de levier opérationnel sur la marge d'exploitation.

Au final, si le rendement des capitaux engagés s'établit à 28% à horizon 2015, ce qui semble élevé par rapport au coût du capital, il convient de signaler que, mis à part les écarts d'acquisition issus de la croissance externe, la rentabilité des actifs d'exploitation stricto sensu s'établissait au cours des 5 derniers exercices à près de 40%. En l'absence d'opérations de croissance externe majeure programmée, le taux de ROCE attendu à cet horizon est donc accessible, hors choc tarifaire significatif, ce qui n'est pas à exclure dans le secteur conventionné de la santé, en témoigne l'exemple récent de Bastide le Confort Médical (cf. infra).

3.4 Travaux d'évaluation

Conformément au règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Notre expertise a notamment été réalisée sur la base du plan d'affaires prévisionnel 2010-2015 établi par la direction du Groupe.

3.4.1 Critères et méthodes écartés pour l'évaluation de l'action LVL

(a) Actif net comptable

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs, comprenant en particulier les éléments incorporels tels que les écarts d'acquisition, acquis par la Société, et l'endettement total. Nous écartons ce critère d'évaluation dans la mesure où il ne rend pas compte de la capacité du Groupe à créer de la valeur.

A titre d'information, l'actif net comptable consolidé, sur la base d'un nombre de 11 638 423 actions, net de l'autocontrôle, ressort à 4,49 € par action au 31 mars 2010.

(b) Actif net réévalué

Cette méthode consiste à établir la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan du Groupe. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à réestimer la totalité des actifs corporels et incorporels, figurant ou non à l'actif du bilan, approche indirectement mise en œuvre par ailleurs avec l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles. Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle n'apportait pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.

(c) Capitalisation et actualisation des dividendes

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels. Elles pourraient s'envisager pour des sociétés poursuivant une politique de distribution régulière ou soumises à des contraintes réglementaires de distribution et qui disposent d'une bonne visibilité sur leurs résultats. Ces conditions ne sont pas remplies s'agissant de LVL, la Société ayant

distribué au titre de l'exercice clos le 30 septembre 2009 un dividende, pour la première fois depuis 2001, de 0,25 € par action.

En tout état de cause, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable du rendement des titres cotés exigé par les actionnaires minoritaires et qui serait établi à partir des dividendes escomptés. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une participation minoritaire se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la société, ce qu'appréhende la méthode des flux futurs de trésorerie.

(d) Transactions comparables

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers les plus pertinents des multiples de valorisation issus de transactions récentes. La mise en œuvre de l'approche nécessite de disposer de données fiables sur les sociétés ayant fait l'objet d'une transaction. Par ailleurs, les caractéristiques des sociétés acquises doivent être suffisamment proches de la société évaluée en termes de taille, de rentabilité et de perspectives de croissance. Pour cette raison, et en raison de leur taille, nous ne retenons pas les dernières acquisitions réalisées par la Société en Allemagne, les prix payés pour les structures acquises trouvant leur justification dans la création d'un réseau national et la densification de son maillage.

Après l'analyse de transactions n'impliquant pas la Société, nous n'avons pu retenir qu'une seule référence, ce qui limite la portée de l'approche. Il s'agit de l'acquisition de la société Assurances Médicales Spécialisées (AMS) réalisée en novembre 2008 par le fonds de LBO Capzanine. En 2007, AMS avait réalisé un chiffre d'affaires de 12 M€ et employait 70 personnes. La société est un spécialiste de l'appareillage médical pour l'assistance respiratoire, l'insulinothérapie, la stomatothérapie-urologie ainsi que des fournitures de maintien à domicile tels les lits médicaux, les fauteuils roulants ou les soulève-personnes.

A titre d'information, cette opération fait ressortir un multiple de résultat opérationnel de 10x. Appliqué à l'exercice 2009-2010 de la Société, cette référence conduit à une valeur de 17 € par action LVL.

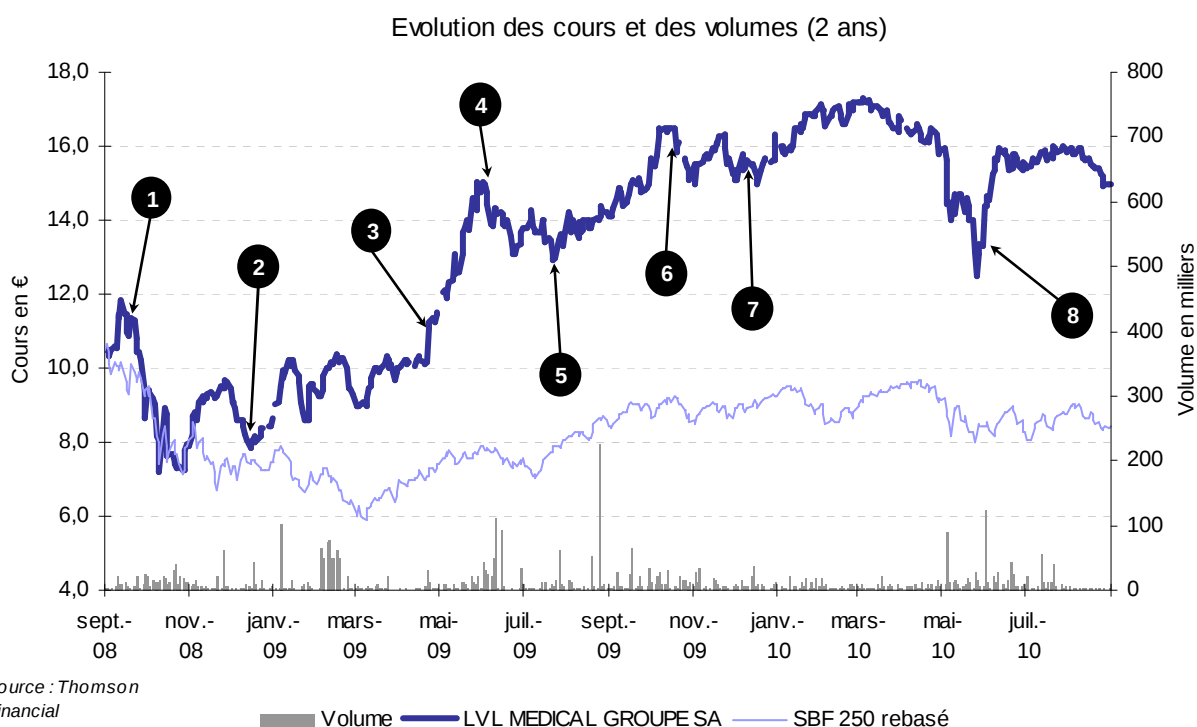
Du fait du nombre insuffisant de référence, nous ne retenons pas ce critère.

3.4.2 Critères et méthodes retenus pour l'évaluation de l'action LVL

(a) Cours de bourse de LVL et objectifs de cours des analystes

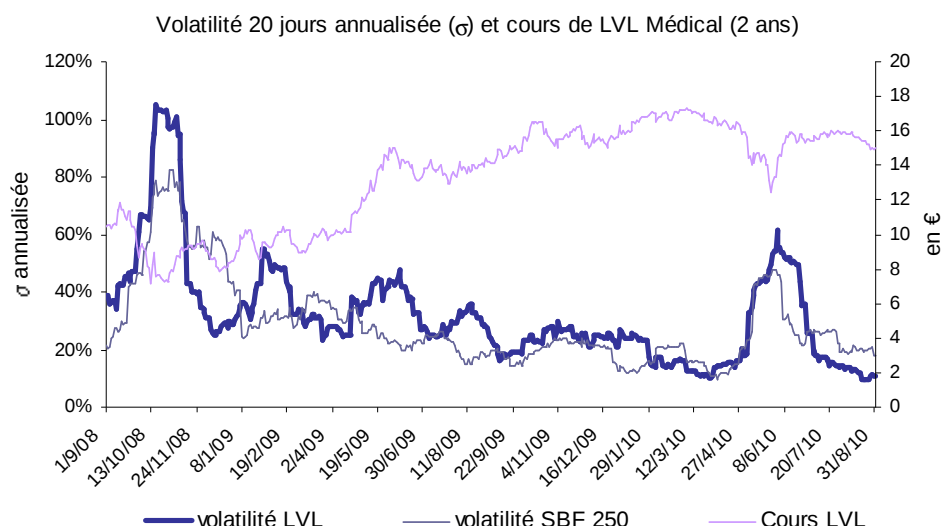
La société a été introduite en bourse en 1996. Aujourd'hui, les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B (mid-caps) d'Euronext Paris (FR0000054686- LVL) et sont cotées en continu.

Au cours des deux dernières années, après avoir subi le contrecoup de la crise boursière à la fin de l'année 2008 et de la publication de résultats 2008 en demi-teinte, le cours de l'action a atteint 6,30 € fin octobre 2008. Par la suite, le titre a entamé une recovery, à l'instar de la plupart des valeurs du secteur de la santé considéré comme défensif par les investisseurs, soutenu par l'amélioration des résultats et la cession de blocs significatifs à des prix proches du cours, non représentés dans le graphique ci-dessous. Sur cette période, le cours a nettement surperformé l'indice large de la place de Paris en gagnant 43 %, contre un recul de près de 20 % de l'indice SBF 250.



Renvois	Dates	Evènements
1	15-sept.-08	Faillite de Lehman Brothers
2	17-déc.-08	Résultats de l'exercice 2008 en net repli
3	23-avr.-09	CA du 1er semestre 2009, en hausse de 17,3 %
4	2-juin-09	Résultat semestriel 2009 en nette amélioration
5	24-juil.-09	Cession de blocs d'Amber Master Fund
6	21-oct.-09	Sortie du capital d'Amber Master Fund et entrée de Malakoff Médéric
7	15-déc.-09	Résultat de l'exercice 2009, en forte hausse
8	31-mai-10	Résultat du 1er semestre 2010, en hausse de 56%

Au cours de la période, la volatilité du titre, annualisée sur la base de rendements quotidiens observés durant vingt jours de bourse glissants, a atteint 105% en octobre 2008 correspondant à la phase critique de la crise financière. Depuis lors, elle a suivi une évolution parallèle à celle du marché (SBF 250), pour retomber à 9% en août 2010, après avoir connu un retour passager à l'instabilité, entre avril et juillet 2010.



Les niveaux actuels de volatilité sont particulièrement faibles et sensiblement inférieurs à la volatilité anticipée. Selon nos calculs, en retenant un rendement du dividende de 1,6% et un taux sans risque de 1,5%, le cours actuel du BSAAR (2,70 €) fait en effet ressortir une volatilité implicite de 35%.

Durant les douze derniers mois, le cours moyen de clôture de LVL, pondéré par les volumes, a évolué dans une fourchette réduite comprise entre 15,25 € et 15,51 €, avec un plus bas à 12,46 € le 26 mai 2010, et un plus haut à 17,30 € le 5 mars 2010.

Les différentes moyennes du cours de l'action, calculées au 31 août 2010, ainsi que le cours de clôture à cette date et les volumes échangés sont reproduits dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidiens	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)
36 mois	23,18	6,30	15,12	9 855 221	12 603	84,6%	239,0%
24 mois	17,30	6,30	13,18	5 223 186	10 006	44,8%	126,7%
12 mois	17,30	12,46	15,51	2 312 826	8 861	19,9%	56,1%
6 mois	17,30	12,46	15,25	1 175 073	9 109	10,1%	28,5%
3 mois	16,25	14,11	15,34	647 032	9 804	5,6%	15,7%
20 jours de bourse	16,00	14,71	15,45	43 398	2 170	0,4%	1,1%
Spot	14,99	14,94	14,98	3 128	3 128	0,0%	0,1%

Bien que modeste, la rotation du flottant de l'action (56 % sur 12 mois) ne remet pas en cause la pertinence du critère du cours de bourse. Le taux de rotation reste cohérent avec le taux moyen observé pour des sociétés au poids équivalent dans l'indice de référence.

Ainsi, le prix de l'Offre présente une prime comprise entre 28,9% et 31,2% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes pour des durées comprises entre 20 jours de bourse et 12 mois.

Par ailleurs, la Société fait l'objet d'un suivi de la part de cinq bureaux d'analystes dont les objectifs de cours, détaillés dans le tableau ci-dessous, sont compris entre 17 et 23 €, pour un objectif de cours moyen de 19,20 €, comparé auquel le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 4,2 %.

Analystes	Date	Recommandation	Horizon en mois	Objectif
HSBC	16-févr.-10	NEUTRAL	12	18,00 €
CA CHEUVREUX	17-févr.-10	3/UNDERPERFORM	12	17,00 €
GILBERT DUPONT S.A.	12-mai-10	ACHETER	12	19,00 €
ODDO SECURITIES	12-juil.-10	ACHAT (1)	12	19,00 €
TSAF	12-juil.-10	ACHAT	immédiat	23,00 €
Moyenne				19,20 €

Source : Thomson Reuters et LVL

(b) Actualisation des flux futurs de trésorerie

Cette approche se fonde sur le plan d'affaires établi par le management de la Société pour la période 2010-2015 (cf. supra).

Pour le calcul de la valeur résiduelle à fin septembre 2015, il est retenu un taux de marge d'EBE8 cible de 21,4%, inférieur à celui attendu par le management à horizon 2015 (23,2%), afin de tenir compte de possibles à-coups dans la croissance des marges de la Société. Le taux de 21,4% est ainsi égal à la moyenne des marges observées depuis 2004, année de transition, et de celles issues des prévisions du plan d'affaires. Pour ce faire, il est tenu compte des marges historiques dégagées en France et en Allemagne et de leur poids respectif dans le chiffre d'affaires à horizon 2015.

D'autre part, le calcul de la rente repose sur une hypothèse de croissance à l'infini du cash flow normatif au rythme de 1,5% par an. Ce taux est égal à la moyenne des taux retenus dans les notes d'opération visées par l'AMF au cours des 6 derniers mois. En outre, ce taux nous semble intégrer le risque de nouvelles baisses des tarifs de remboursement au-delà de l'horizon de prévision du plan.

Le taux d'actualisation s'établit selon nos calculs à 9,65%. Il combine les paramètres et hypothèses suivants :

- En l'absence d'investissements de croissance externe majeurs, et compte tenu de l'échéancier de remboursement des OBSAAR prévu en trois tranches entre juin 2011 et juin 2013, la société se retrouvera en situation de trésorerie nette excédentaire en 2013. En conséquence, il n'est pas retenu de levier d'endettement pour le calcul du coût moyen pondéré du capital, assimilé au coût des fonds propres à dette nulle.
- Il est retenu un bêta de 0,6 égal à la moyenne (pondérée par leur coefficient de détermination) des bêtas historiques hors dette, calculés sur trois ans, des sociétés de notre échantillon de sociétés comparables (compris entre 0,3 et 0,7) et de celui de LVL Médical (0,9). Ceci revient à supposer que le bêta de LVL, qui est actuellement supérieur à celui des sociétés de l'échantillon, puisse tendre vers 0,6. Nous ne voyons pas en effet de raison théorique à ce que le bêta de LVL Médical demeure sensiblement supérieur à celui de Bastide le Confort, affecté durant les trois dernières années par de fortes variations de cours liées, en partie, à l'impact des changements réglementaires affectant les EPHAD (cf. infra) sur les marges de cette société.
- La prime de risque du marché des actions est estimée à 6,25% et correspond à la moyenne sur les six derniers mois des primes retenues dans les notes d'opération visées par l'AMF. Cette prime indique un degré d'aversion au risque relativement élevé qui reflète les incertitudes actuelles sur l'évolution de l'économie.
- Le taux sans risque est de 3,15% et correspond au rendement des OAT dix ans calculé sur la même période que celle retenue pour le calcul de la prime de risque. Ce niveau de rendement est

⁸ Excédent brut d'exploitation.

relativement faible et compense en partie le niveau élevé de la prime de risque.

- Il est tenu compte enfin d'une prime de liquidité de 2,75% qui correspond à la moyenne des primes retenues au cours des six derniers mois dans les notes d'opération visées par l'AMF pour évaluer des sociétés de petite taille.

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de la Société ressort à 291 M€, avec une forte composante de la valeur finale à cinq ans (76%), reflet des hypothèses de croissance soutenue retenues par le management. Le passage de la valeur d'entreprise (VE brute) à la valeur des fonds propres part du groupe est décrite ci-après :

	en M€
Somme des cash flows actualisés 2011-2015	69,0
Valeur de rente 2015 actualisée	222,4
Valeur d'entreprise	291,4
Endettement net au 30 septembre 2010	(29,5)
Provisions	(0,4)
Engagements de retraite après impôt	(0,1)
Créances sur des dirigeants et des minoritaires	0,5
Valeur des reports déficitaires	1,2
Valeur des minoritaires (Bonitas, Lynn's)	(2,8)
Sous-total des ajustements bilanciels	(31,2)
Nombre de BSA	1 799 940
Valorisation des BSA en € / BSA	5,28 €
Valeur de marché des BSA	(9,5)
Valeur des fonds propres après dilution des BSA	250,7
Nombre d'actions au 31 juillet 2010 dilué	12 069 213
Valeur en € par action	20,78 €

Concernant ces ajustements, il convient de relever les points suivants :

- La valeur de l'endettement net correspond à la situation estimée à fin septembre 2010 en retenant le capital restant dû des emprunts obligataires (OBSAAR), soit 60 M€ avant retraitement IFRS d'une partie de l'endettement en fonds propres.
- Les intérêts minoritaires sont valorisés, sur la base i) des promesses d'achat figurant dans les comptes consolidés s'agissant de Bonitas et de Lynn's Best, et ii) de la valeur estimée des dividendes versés aux minoritaires jusqu'à leur complet rachat.
- Sur la base du plan d'affaires, et dès avant leur échéance, la valeur de l'action LVL Médical devrait excéder le prix d'exercice des BSSAR en circulation (21,88 €). En conséquence, la logique du modèle d'évaluation doit amener à prendre en compte le potentiel dilutif des BSAAR. Toutefois, ces derniers n'étant pas encore dans la monnaie, ce potentiel dilutif ne peut être appréhendé que par la valeur temps. Sur la base de la valeur de l'action qui ressort de l'actualisation des cash flows, et en retenant la volatilité anticipée de l'action, soit 35% (cf. supra), la valeur des BSAAR s'établit, selon nos calculs, à 5,30 € par titre (contre 2,70 € le 10 août 2010), soit un montant total de 9,5 M€.
- Le nombre d'actions dilué s'établit à 12 069 213 actions, sur la bases i) des options de souscription existantes et de l'annulation potentielle théorique des actions créées par rachat au prix de 20,78 € financée par les fonds levés à l'occasion de leur exercice et ii) des titres d'autocontrôle existants au 31 juillet 2010.

La sensibilité de la valeur de l'action aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini est résumée dans le tableau ci-après :

En €/action	Taux d'actualisation		
	10,65%	9,65%	8,65%
Croissance			
1,00%	17,60	19,97	22,93
1,50%	18,22	20,78	24,03
2,00%	18,89	21,68	25,29

Ecart-type / moyenne : 12%

On notera que les taux d'actualisation retenus dans les études que nous avons pu consulter ressortent dans une fourchette comprise entre 10% et 11%, ce qui nous semble indiquer la persistance d'une certaine prudence des analystes liée aux à-coups survenus par le passé dans la croissance de la Société. Inversement, ces analyses retiennent un taux de croissance à l'infini supérieur ou égal à 2%. Comme l'indique le tableau de sensibilité ci-dessus, l'objectif de cours moyen des analystes, soit 19,2 €, est cohérent avec la prise en compte d'un taux d'actualisation supérieur à 10,5% et d'un taux de croissance proche de 2%.

En conclusion, il n'est pas à exclure que l'exigence de rendement des investisseurs demeure supérieure à l'estimation présentée supra, et qu'en conséquence, le cours de l'action LVL Médical ne se maintienne pas au prix de l'Offre une fois celle-ci terminée. La baisse éventuelle du coût du capital dépendra donc, indépendamment de l'évolution des conditions de marché, de la capacité de la Société à délivrer des performances régulières durant plusieurs semestres.

En synthèse, le prix de l'Offre présente une décote de 3,7 % par rapport à la valeur centrale obtenue par la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, s'inscrivant dans une fourchette comprise entre une décote de 10,9 % et une prime de 3,6 %.

(c) Comparables boursiers

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers jugés les plus pertinents des multiples d'évaluation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables en termes d'activité, de taille, de profil de croissance, de rentabilité et de structure financière.

▪ Description de l'échantillon

A notre connaissance, il n'existe pas de société cotée répondant à l'ensemble des critères de comparabilité. A défaut, il a été constitué un échantillon de 3 sociétés présentes dans le secteur des soins médicaux ou de l'appareillage médical.

- Bastide le Confort Médical réalise un tiers de son chiffre d'affaires dans l'appareillage de matériels d'assistance respiratoire et de nutrition-perfusion, le solde provenant de la vente ou de la location de fournitures pour le maintien à domicile ou en collectivité, secteur duquel LVL Médical s'est retiré fin 2008. A la différence de LVL, Bastide le Confort Médical dispose d'un réseau de magasins et de franchises. En 2008-2009 (comptes clos au 30 juin), la société employait 801 personnes et son chiffre d'affaires consolidé s'établissait à près de 97 M€ (exclusivement en France). La rentabilité du groupe, qui réalise près du quart de son activité auprès des collectivités, a été pénalisée en 2008 par l'évolution de la réglementation relative à la gestion des dépenses d'appareillage des personnes résidentes en EPHAD⁹. La marge opérationnelle du groupe est ainsi passée de 10,4% en 2007-2008 à 4,9% en 2008-2009.

⁹ Etablissement d'hébergement pour personnes âgées dépendantes.

- Générale de Santé est le premier groupe privé de soins et de services à la santé en France avec un chiffre d'affaires de 2 046 M€ en 2009. Au cours de cet exercice, le groupe gérait 110 cliniques en France et deux établissements à l'étranger (Italie et Suisse) et employait près de 21 000 personnes. Les soins prodigués en cliniques et en hôpitaux englobent la médecine, la chirurgie, l'obstétrique, la cancérologie, la psychiatrie, l'imagerie médicale, les soins de suite et de réadaptation. En 2009, le Groupe a cédé ses activités d'appareillage pour soins à domicile, GDS Domicile (42 M€ de chiffre d'affaires). Il conserve une activité d'hospitalisation à domicile, au travers de l'exploitation de 5 autorisations HAD détenues par les cliniques du Have, d'Antony, de Chalon-sur-Saône et de Charleville-Mézières. En 2009, la marge opérationnelle consolidée du groupe s'établissait à 6,4%.
- Fresenius Medical Care est un groupe international dont le siège social est basé en Allemagne. En 2009, il a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 8 064 M€, dont 69% en Amérique du Nord, 20% en Europe, 6% en Asie-Pacifique et le solde en Amérique latine. Le groupe est spécialisé i) dans le traitement par dialyse avec plus de 295 000 patients traités dans 2 553 centres et à domicile (75% de son chiffre d'affaires) et ii) la production et la commercialisation de matériels et de préparations pharmaceutiques pour le traitement de l'insuffisance rénale (25% du chiffre d'affaires). Au total, plus de 11% des patients ont reçu des soins à domicile.

Les caractéristiques financières des sociétés de l'échantillon en termes de taille (capitalisation boursière, valeur d'entreprise¹⁰ et chiffre d'affaires) et de rentabilité opérationnelle (EBIT¹¹ / CA), sont résumées ci-après :

Société	Devise	(en millions)		CA (millions)		ROC/CA	
		Capi.	VE	2009	2010E	2009	2010E
BASTIDE LE CONFORT MEDICAL	EUR	61	79	97	100	4,6%	6,1%
FRESENIUS MEDICAL CARE AG & CO K	EUR	12 809	17 463	8 064	9 483	15,6%	15,7%
GENERALE DE SANTE	EUR	628	1 551	2 046	2 025	6,3%	5,7%

On notera que Fresenius, de par sa taille et son implantation géographique, s'écarte sensiblement des caractéristiques de la Société. Il présente toutefois le niveau de marge opérationnelle et les perspectives de croissance les plus proches de celles de LVL Médical. Par ailleurs, la Société ambitionne d'élargir ses activités à d'autres traitements de longue durée, tels la dialyse, cœur de métier de Fresenius. Ces considérations nous conduisent à retenir Fresenius dans notre échantillon.

Sur la base des cours moyens pondérés 1 mois (au 17 août 2010), les multiples d'EBIT et de résultat net (ou PER¹²) des sociétés de l'échantillon sont les suivants :

VE/EBIT	2009	2010	2011	2012
BASTIDE LE CONFORT MEDICAL	15,6x	12,3x	9,9x	8,1x
FRESENIUS MEDICAL CARE AG & CO K	13,9x	11,7x	10,7x	9,8x
GENERALE DE SANTE	11,4x	13,1x	12,8x	11,9x
Moyenne	13,7x	12,4x	11,1x	10,0x

¹⁰ Valeur d'entreprise ou VE désignant la capitalisation boursière majorée de l'endettement financier net, de la valeur des intérêts minoritaires, des éventuels passifs pour engagements de retraite et minorée de la valeur des actifs hors exploitation.

¹¹ EBIT pour *Earnings before interests and taxes*, assimilé au résultat opérationnel courant.

¹² PER pour « price to earnings », rapport du cours de bourse au résultat net par action.

P/E	2009	2010	2011	2012
BASTIDE LE CONFORT MEDICAL	23,4x	17,3x	13,2x	10,7x
FRESENIUS MEDICAL CARE AG & CO K	20,2x	17,1x	15,5x	13,8x
GENERALE DE SANTE	17,4x	24,8x	18,6x	15,6x
Moyenne	20,3x	19,7x	15,8x	13,3x

- Application des multiples boursiers aux prévisions de la Société

Le multiple de chiffre d'affaires n'a pas été retenu, la rentabilité opérationnelle des sociétés de l'échantillon étant en moyenne structurellement supérieure à celle de LVL Médical. Par ailleurs, les comparables présentant des degrés d'intensité capitalistique¹³ variables et en moyenne supérieurs à celui de la Société, seuls sont retenus les multiples portant sur les soldes intermédiaires de gestion calculés après dotation aux amortissements. Enfin, les sociétés de l'échantillon présentent des leviers d'endettement supérieurs à ceux de la Société. La valeur des économies d'impôts qui en résulte tend à accroître la valeur d'entreprise de ces sociétés et à surestimer les multiples de résultat opérationnel applicables à LVL. Inversement, compte tenu des taux d'intérêts actuels, le multiple de résultat net (PER) moyen de l'échantillon tend à sous-estimer le PER applicable à la Société. Pour compenser ces deux biais contraires, il est en conséquence retenu la moyenne des multiples de résultat opérationnel et de résultat net.

En appliquant les multiples moyens de l'échantillon aux données prévisionnelles 2010-2012 de la Société, nous aboutissons à une valorisation de l'action comprise entre 19,3 € et 22,5 €, avec une valeur cible de 20,76 € extériorisant une décote de 3,7 % par rapport au prix d'Offre.

Compte tenu de la taille de l'échantillon et des caractéristiques des sociétés, cette méthode n'est retenue qu'à titre secondaire.

(d) Transactions récentes sur le capital de LVL

Aux termes de deux contrats de cession en date du 9 juillet 2009, le fonds Amber Master Fund, qui était actionnaire à hauteur de 22,65 % de la Société à cette date, s'est engagé à céder 552 500 et 285 000 actions LVL à, respectivement, la Société elle-même et à JCL Finances, actionnaire de LVL. Ces deux transactions, portant sur 6,5 % de capital, ont été conclues au prix ferme et définitif de 13,00 € par action.

Le 5 octobre 2009, Amber Master Fund a finalisé son désengagement du capital de LVL en cédant le solde de sa participation, représentant 13,20 % du capital de LVL, au groupe Malakoff Médéric au prix ferme et définitif de 14,00 € par action LVL. A cette occasion, les membres de la famille Lavorel et Malakoff Médéric ont conclu un pacte d'actionnaires d'une durée de cinq ans assorti d'un projet de partenariat stratégique. Toutefois, à ce jour, aucune synergie résultant de l'entrée de Malakoff Médéric dans le capital de LVL ne s'est encore concrétisée et il n'en existe aucun chiffrage disponible.

Par rapport à ces transactions, le prix de l'Offre présente une prime comprise entre 42,9 % et 53,8 %.

¹³ Rapport des immobilisations corporelles et incorporelles brutes hors écarts d'acquisition au chiffre d'affaires.

3.5 Analyse critique des travaux de la banque évaluatrice

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse du rapport d'évaluation réalisé par Oddo Corporate Finance en sa qualité de banque présentatrice de l'Offre (ci-après la « Banque »).

Les critères et méthodes retenus dans nos travaux respectifs sont identiques : transactions récentes sur le capital de la Société, cours de bourse, comparables boursiers, objectifs de cours des analystes et actualisation des cash flows d'exploitation (DCF¹⁴). Les résultats de ces travaux sont résumés ci-après, en faisant apparaître les valeurs centrales pour en rendre plus aisée la comparaison :

Synthèse en € par action	Banque	BM&A
DCF	19,10	20,78
Comparables boursiers	13,48	20,76
Objectifs de cours des analystes	19,20	19,20
Cours de bourse	15,67	15,42
Transactions s/ capital LVL	13,50	13,50
Moyenne	16,19	17,93

Comme indiqué ci-dessus, les écarts significatifs concernent la méthode du DCF et surtout, celle des comparables boursiers.

3.5.1 Comparaisons boursières

Les divergences entre les travaux de la Banque et les nôtres résultent de la composition des échantillons respectifs, mis à part Bastide le Confort Médical qui figure dans les deux approches.

La Banque, en privilégiant la définition des métiers exercés, a composé un échantillon à dominante américaine. Pour notre part, nous avons retenu un échantillon à dominante française, en introduisant par ailleurs une société internationale (d'origine allemande) pour refléter un environnement réglementaire plus comparable à celui de la Société. Si ces échantillons permettent d'appréhender les deux composantes de l'activité de LVL Médical (l'appareillage et les soins médicaux), ces deux approches demeurent néanmoins imparfaites, le plus proche comparable de la Société, Bastide le Confort Médical, n'étant pas présent dans l'activité de soins infirmiers ni à l'international et présentant une rentabilité opérationnelle sensiblement inférieure.

3.5.2 Approche par l'actualisation des flux de trésorerie ou DCF

La divergence essentielle entre nos travaux et ceux de la Banque réside dans le niveau de rentabilité normatif retenu pour le calcul de la valeur résiduelle de la Société, au terme de l'horizon de prévision du plan d'affaires. Toutes deux calculées sur une formule de rente à l'infini, ces approches équivalent à des multiples de résultat opérationnel de 5,7x dans les travaux de la Banque et de 7,5x dans les nôtres. Cet écart s'explique essentiellement par le niveau d'investissement de renouvellement que la Banque situe à 12% du chiffre d'affaires consolidé, contre 8% dans nos travaux. Pour mémoire, les dotations aux amortissements ont représenté une charge égale à 7,7% du chiffre d'affaires consolidé au cours des 5 derniers exercices. Cette différence se traduit dans les niveaux de rentabilité attendus des capitaux

¹⁴ DCF pour « discounted cash flow ».

engagés (ROCE15), avec 21,2% selon la Banque et 24,8% dans nos travaux. Comme mentionné précédemment, ces rentabilités sont supérieures à celles effectivement dégagées par la Société au cours des 5 derniers exercices, en intégrant les écarts d'acquisition résultant de la croissance externe¹⁶.

A l'inverse, les travaux de la Banque retiennent un taux d'actualisation de 8,65% contre 9,65% selon nos calculs. Le taux de 8,65%, outre le fait qu'il n'intègre pas de prime spécifique au titre de la taille et donc de la liquidité du titre, constitue une hypothèse très favorable au regard des taux retenus par les investisseurs dans les notes d'analyse qui mettent en œuvre une approche DCF¹⁷ et qui se situent entre 10% et 11%.

Enfin, la Banque n'introduit pas d'effet dilutif au titre de la valeur temps des BSAAR, dans la mesure où ces derniers sont hors la monnaie. Pour notre part, nous observons que les valeurs prévisionnelles de l'action LVL qui découlent de la méthode DCF sont supérieures au prix d'exercice des BSAAR (21,88 €), ce qui justifie de tenir compte de leur potentiel dilutif, lequel s'établit sur la base des actions à créer, à 15,5% du nombre de titres actuellement admis à la cote. Pour ce faire, il est retranché de la valeur des fonds propres la valeur temps des BSAAR, ce qui revient à tenir compte d'une dilution de 4%.

3.6 Conclusion

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action LVL auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 20 € par action proposé dans le cadre de l'Offre par rapport à ces valeurs :

	Valeur par action			Prime / (Décote)		
	min.	centrale	max.	min.	centrale	max.
Valeurs de marché						
Cours moyen pondéré au 31 août 2010						
12 mois		15,51 €			28,9%	
6 mois		15,25 €			31,2%	
3 mois		15,34 €			30,4%	
20 jours		15,45 €			29,4%	
Cours de clôture au 31 août 2010		14,98 €			33,5%	
Cours-cibles des analystes						
Objectifs de cours de février à juillet 2010	17,00 €	19,20 €	23,00 €	17,6%	4,2%	(13,0)%
Approche intrinsèque						
Actualisation des flux futurs de trésorerie	17,60 €	20,78 €	25,29 €	13,6%	(3,7)%	(20,9)%
Approche analogique						
Comparables boursiers	19,30 €	20,76 €	22,45 €	3,6%	(3,7)%	(10,9)%
Transactions récentes sur le capital de la société						
Cession de bloc d'actions LVL	13,00 €	-	14,00 €	53,8%		42,9%

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui a principalement reposé sur le critère du cours de bourse et sur celui des objectifs de cours des analystes, la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et les transactions intervenues récemment sur le capital de la Société. En raison de la faible taille de l'échantillon de sociétés cotées comparables retenues, la méthode des comparables boursiers n'a été mise en œuvre qu'à titre secondaire.

Les valeurs extériorisées par les cours de bourse ressortent sensiblement plus faibles que celles issues de l'application de la méthode intrinsèque, témoignant de la prudence des investisseurs face à un titre au

¹⁵ Rapport du résultat net à levier d'endettement nul à l'actif d'exploitation (immobilisations et besoin en fonds de roulement) moyen de l'exercice.

¹⁶ Mis à part la croissance externe, le ROCE hors écart d'acquisition dégagé au cours des 5 derniers se situe à plus de 35%.

¹⁷ TSAF et Gilbert Dupont.

parcours boursier heurté depuis 2001. Plus récemment, l'annonce de résultats mitigés au cours de l'année 2007-2008 avait fait chuter le cours à 6,30 €, dans un environnement boursier, il est vrai, difficile. Les transactions récentes sur le capital de la Société, conclues à des prix proches de ceux du marché et portant globalement sur une quote-part significative de son capital (plus de 20 %), reflètent également cette crainte, et sans doute également un besoin de liquidités de la part du cédant. Il n'en reste pas moins que par rapport à ces deux références importantes, le prix d'Offre fait ressortir des primes notables, comprises entre 29 % et 54 %.

La méthode de l'application des flux futurs de trésorerie, dont le résultat en valeur centrale est légèrement supérieur au prix d'Offre, traduit la vision du management à travers le plan d'affaires qu'il a élaboré. Ce dernier anticipe un doublement de l'activité à horizon 2015 à plus de 300 M€ de chiffre d'affaires, et une progression du taux de résultat opérationnel courant. Cette prévision peut sembler volontariste en ce qu'elle exclut la possibilité de réduction tarifaire, alors que la maîtrise des déficits publics est un enjeu majeur pour les pays occidentaux.

Au final, l'accroissement des marges, a pour conséquence un maintien à l'infini du taux de ROCE à un niveau élevé, deux fois et demi supérieur au coût moyen pondéré du capital. Ainsi, les hypothèses retenues pour la mise en œuvre de cette méthode, qui aboutit à valoriser l'action LVL à 20,78 € en valeur centrale, nous paraissent favorables aux actionnaires minoritaires.

Par ailleurs, compte tenu de la nature de l'Offre, qui permet au public de bénéficier d'une liquidité partielle, la relution de l'actionnariat majoritaire ne pourrait dépasser 4 %

En conséquence, sur la base des éléments développés ci-avant, notre opinion est que le prix de 20 € par action LVL, proposé dans la présente Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Fait à Paris, le 6 septembre 2010

Bellot Mullenbach & Associés

Pierre Béal

Thierry Bellot

Associés

4. PERSONNES ATTESTANT L'EXACTITUDE DES INFORMATIONS FIGURANT DANS LA NOTE D'INFORMATION

Pour la Société

« À notre connaissance, les données du présent projet de note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Le Directeur Général Délégué
Stanislas Lavorel

Pour la présentation de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance, 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 LVL Médical Groupe 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. »

Oddo Corporate Finance