

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D'ACTIONS (« OPRA »)

portant sur un maximum de 1.785.000 actions LVL Médical Groupe

accompagnée d'une

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE (« OPAS »)

portant sur la totalité des 1.799.940 bons de souscription ou d'achat d'actions remboursables (« BSAAR »)
LVL Médical Groupe

faites par la société



à ses actionnaires en vue de la réduction de son capital
et aux porteurs de BSAAR en vue de leur annulation

présentées par



CORPORATE FINANCE

Prix de l'OPRA : 20 euros par action
Prix de l'OPAS : 3,80 euros par BSAAR

Durée de l'OPRA et de l'OPAS : 15 jours de négociation



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 11 avril 2011, 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 Ododo 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 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	Répartition du capital et des droits de vote de la Société au 31 mars 2011	5
1.2.3	Intentions de la Société pour les douze mois à venir.....	5
1.3	Caractéristiques de l'Offre	6
1.3.1	Conditions de l'Offre	6
1.3.2	Termes de l'Offre	7
1.3.3	Titres visés par l'OPRA	7
1.3.4	Titres visés par l'OPAS.....	8
1.3.5	Titres financiers donnant accès à terme au capital de la Société	8
1.3.6	Mécanismes de réduction	8
1.4	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre	9
1.5	Modalités de l'Offre.....	9
1.6	Calendrier prévisionnel de l'Offre	11
1.7	Intentions des actionnaires de LVL Médical	11
1.8	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	12
1.9	Régime fiscal de l'Offre.....	12
1.9.1	OPRA portant sur les actions	13
1.9.2	OPAS portant sur les BSAAR.....	17
1.10	Modalités de financement et frais liés à l'Offre	18
1.11	Incidence de l'Offre sur l'actionnariat et les comptes de la Société	19
1.11.1	Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de LVL Médical	19
1.11.2	Incidence sur la situation financière de LVL Médical	20
1.11.3	Incidence sur la capitalisation boursière	21
1.11.4	Avis du Conseil d'administration de LVL Médical	21
2.	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT.....	23
1.	Éléments d'appréciation du Prix de l'OPRA sur les actions LVL Médical.....	23
1.1	Méthodologie	23
1.1.1	Méthodes et références d'évaluation écartées	23
1.1.1.1	Actifs nets comptable et réévalué.....	23
1.1.1.2	Actualisation des dividendes.....	23
1.1.2	Méthodes et références d'évaluation retenues.....	24
1.2	Application des méthodes et références retenues	24
1.2.1	Sources et hypothèses utilisées pour l'analyse.....	24
1.2.1.1	Sources	24
1.2.1.2	Hypothèses	25
1.2.2	Analyse du cours de bourse.....	25
1.2.3	Objectifs de cours des analystes de recherche.....	26
1.2.4	Méthode des comparables boursiers	27
1.2.5	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société	28
1.2.6	Méthode des transactions comparables	29
1.2.7	Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)	29
1.3	Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'OPRA	30
2.	Éléments d'appréciation du Prix de l'OPAS sur les BSAAR LVL Médical.....	31
2.1	Rappel des modalités relatives aux BSAAR.....	31
2.2	Evaluation théorique des BSAAR.....	32
3.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	33
4.	PERSONNES ATTESTANT L'EXACTITUDE DES INFORMATIONS FIGURANT DANS LA NOTE D'INFORMATION	60

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Conditions générales de l'Offre

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 Médical** » ou la « **Société** ») a décidé, dans sa séance du 7 avril 2011, de mettre en œuvre une offre publique de rachat d'actions (l'« **OPRA** ») en vue de leur annulation, en application des dispositions des articles L. 225-204 et L. 225-207 du code de commerce, et conformément aux dispositions de l'article 233-1 5° du règlement général de l'AMF.

L'assemblée générale extraordinaire de LVL Médical qui s'est tenue le 29 mars 2011 a voté favorablement à la résolution relative à la réduction de capital portant sur un nombre maximum de 1.785.000 actions, par annulation des actions qui auront été préalablement rachetées par la Société par le biais de l'OPRA.

Le prix de l'OPRA est de 20 euros par action de la Société, et porte sur un nombre maximum de 1.785.000 actions, représentant 15,32 % du capital social de la Société, soit un montant maximum de 35.700.000 euros.

Par ailleurs, conformément aux stipulations du contrat d'émission des obligations assorties de bons de souscription ou d'acquisition d'actions remboursables LVL Médical (les « **OBSAAR** ») en date du 14 mai 2008 (visa AMF n°08-084) le Conseil d'administration de la Société, dans sa séance du 7 avril 2011, a décidé de mettre en œuvre une offre publique d'achat simplifiée de la totalité des 1.799.940 BSAAR encore en circulation auprès des porteurs de BSAAR (l'« **OPAS** »), au prix de 3,80 euros par BSAAR. Il est à noter que les BSAAR ont été détachés des obligations (les « **Obligations** ») au moment de l'émission de l'emprunt obligataire en 2008.

Les caractéristiques complètes des BSAAR sont rappelées dans la note d'opération visée par l'AMF le 14 mai 2008 sous le n°08-084, dans le cadre de l'émission d'OBSAAR. Conformément à la section 4.1.8.1.2 de la note d'opération relative aux OBSAAR, l'ensemble des BSAAR acquis dans le cadre de l'OPAS seront annulés.

L'OPRA et l'OPAS sont désignées ci-après ensemble l'« **Offre** ».

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le 11 avril 2011 le projet d'Offre auprès de l'AMF. Oddo Corporate Finance 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

En septembre 2010, la Société a souhaité envoyer un message de confiance au marché et a ainsi proposé à ses actionnaires une offre de liquidité limitée, portant sur 698.759 actions (6% du capital), sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée de ses propres actions dans le cadre de son programme de rachat d'actions, au prix de 20 euros par action (voir la décision de conformité de l'AMF du 21 septembre 2010 sous le n°210C0938).

Cette offre a connu un très vif succès, puisque les ordres présentés ont été plus de quatre fois supérieurs au nombre d'actions visé par l'offre. Néanmoins, les dirigeants de la Société ont constaté, dans les semaines qui ont suivi la clôture de l'offre, que celle-ci n'avait pas eu l'effet escompté sur le cours de bourse de l'action LVL Médical, puisque le cours est redescendu rapidement à son niveau pré-offre, en-dessous de 16 euros par action.

Or, le renforcement de la capitalisation boursière avait notamment pour objectif de permettre en temps voulu le refinancement des Obligations (qui viennent à échéance en juin 2013) par le biais d'un appel au marché le cas échéant.

Compte tenu de l'impact négligeable de l'offre sur la valorisation boursière de LVL Médical, la Société a estimé qu'il n'était donc pas envisageable à court terme de refinancer les Obligations par le biais d'une émission de titres financiers, dans des conditions de valorisation satisfaisantes. De ce fait, les dirigeants de LVL Médical ont décidé de refinancer ces Obligations par le biais d'un endettement bancaire permettant de rembourser de manière anticipée les Obligations en juin 2011.

Dans le cadre des négociations avec les banques prêteuses, et compte tenu du constat fait par la Société de l'appétit du marché et des actionnaires minoritaires pour obtenir une liquidité sur le titre LVL Médical, la Société a également obtenu qu'une partie du financement soit dédiée au rachat d'actions en vue de leur annulation, par le biais de la présente OPRA.

Les dirigeants estiment que le financement de cette OPRA n'obèrera pas la capacité de la Société à obtenir les financements additionnels qui pourraient s'avérer nécessaire à la réalisation des projets d'investissement et de développement de la Société à court ou moyen terme, et que, dès lors, il est dans l'intérêt des actionnaires (qu'ils apportent ou non leurs titres à l'OPRA), que la Société finance une offre de rachat d'actions par le biais d'un endettement bancaire et de l'utilisation d'une partie de sa trésorerie.

Cette opération constitue une opportunité pour l'ensemble des actionnaires de réaliser tout ou partie de leur investissement, en fonction de leur propre stratégie vis-à-vis de la Société, du cours de bourse actuel et de ses perspectives à court et moyen terme, et permettra aux actionnaires qui continueront d'accompagner la Société dans la poursuite de son développement, d'obtenir un effet relatif sur le bénéfice net par action.

Le prix offert de 20 euros par action dans le cadre de l'OPRA représente une prime de 37,0% sur le dernier cours coté avant annonce de l'Offre (le 15 février 2011), et des primes respectivement de 35,6% et 33,0% sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur 20 jours et 60 jours de négociation avant cette date.

Parallèlement, la Société souhaite proposer une liquidité aux porteurs de BSAAR, lesquels présentent une liquidité très faible sur le marché compte tenu notamment du niveau actuel du cours de bourse de la Société qui demeure nettement inférieur au prix d'exercice des BSAAR. Le prix de l'OPAS a été fixé à 3,80 euros par BSAAR.

1.2.2 Répartition du capital et des droits de vote de la Société au 31 mars 2011

Au 31 mars 2011, le capital de la Société était divisé en 11.645.983 actions représentant 15.046.140 droits de vote (en droits de vote réels).

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	781 994	6.71%	1 519 461	10.10%	9.50%
Benjamin Lavorel	46 311	0.40%	92 622	0.62%	0.58%
Maxime Lavorel	47 171	0.41%	94 342	0.63%	0.59%
Pénélope Lavorel	43 762	0.38%	87 524	0.58%	0.55%
Stanislas Lavorel	64 657	0.56%	108 658	0.72%	0.68%
Supergab SARL	10 759	0.09%	10 759	0.07%	0.07%
JCL FINANCES	3 023 089	25.96%	4 928 258	32.75%	30.82%
ULTIMAL	1 296 583	11.13%	2 439 683	16.21%	15.26%
Total famille Lavorel	5 314 326	45.63%	9 281 307	61.69%	58.04%
Famille Haby	373 195	3.20%	562 570	3,74%	3.52%
Concert Lavorel - Haby	5 687 521	48.84%	9 843 877	65.42%	61.56%
Groupe Malakoff Médéric	1 537 704	13.20%	1 537 704	10.22%	9.62%
Concert Lavorel - MM	6 852 030	58.84%	10 819 011	71.91%	67.66%
Total Lavorel - Haby - MM	7 225 225	62.04%	11 381 581	75.74%	71.18%
FCPE LVL CROISSANCE	25 230	0.22%	25 230	0.17%	0.16%
Autodétention	944 828	8.11%	-	-	5.91%
Public	3 450 700	29.63%	3 639 329	24.19%	22.76%
Total	11 645 983	100.00%	15 046 140	100.00%	100.00%

* Droits de vote réels : toutes les actions de la Société disposent de 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).

1.2.3 Intentions de la Société pour les douze mois à venir

- Stratégie

LVL Médical entend poursuivre ses activités dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre. Ainsi, LVL Médical continuera sa politique d'innovation permanente à travers notamment :

- une capacité à identifier de nouvelles activités complémentaires / connexes
- des propositions de partenariats novateurs avec les ARS
- des liens renforcés avec les acteurs du monde de la santé
- un renforcement de la formation professionnelle continue de ses collaborateurs
- un déploiement du partenariat avec Malakoff-Médéric
- un renforcement du leadership de ses activités allemandes

- ***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.

Dans le cadre de l'information du comité d'entreprise en application des dispositions de l'article L. 2323-21 du code du travail, le comité d'entreprise de la Société sera réuni dans les meilleurs délais après le dépôt du projet d'Offre. Au cours de cette réunion, un exemplaire du projet de note d'information sera transmis au comité d'entreprise.

En outre, conformément à l'article L.2323-22 du code du travail, la note d'information visée par l'AMF sera transmise au comité d'entreprise de la Société dans les trois jours de sa mise en ligne sur le site internet de l'AMF.

- ***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 LVL Médical d'Euronext Paris.

Il n'est pas dans l'intention du groupe familial Lavorel, actionnaire de contrôle, de déposer, au cours des 12 prochains mois, un projet d'offre publique suivie d'un éventuel retrait obligatoire portant sur les actions LVL Médical.

- ***Distribution de dividendes***

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

- ***Perspective d'une fusion***

Non applicable dès lors qu'il s'agit d'une offre de la Société sur ses propres titres.

- ***Actions auto-détenues***

Dans le cadre de son programme de rachat d'actions, la Société détient au 31 mars 2011 un nombre total de 944.828 actions propres, dont 4.300 dans le cadre du contrat de liquidité, soit au total environ 8,11% du capital social.

1.3 Caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Conditions de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance, agissant pour le compte de LVL Médical, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme :

- d'une offre publique de rachat d'actions effectuée en vertu de l'article 233-1 5° du règlement général de l'AMF et portant sur un nombre maximum de 1.785.000 actions LVL Médical soit 15,32 % du capital ;
- d'une offre publique d'achat simplifiée effectuée en vertu de l'article 233-1 7° du règlement général de l'AMF et portant sur la totalité des 1.799.940 BSAAR LVL Médical.

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

1.3.2 Termes de l'Offre

OPRA portant sur les actions

Compte tenu de l'approbation, par l'assemblée générale extraordinaire de LVL Médical du 29 mars 2011, de la résolution relative à la réduction de capital, la Société offre de manière irrévocable à ses actionnaires de racheter au prix de 20 euros par action, par voie d'offre publique de rachat d'actions, un nombre maximum de 1.785.000 actions de la Société, soit 15,32 % de son capital social au 31 mars 2011, en vue de leur annulation ultérieure, en application des articles L.225-204 et L.225-207 du code de commerce.

OPAS portant sur les BSAAR

La Société offre de manière irrévocable aux porteurs de BSAAR la possibilité de lui céder les BSAAR LVL Médical à un prix de 3,80 euros par BSAAR.

1.3.3 Titres visés par l'OPRA

Au 31 mars 2011, le capital de la Société est composé de 11.645.983 actions et de 15.990.968 droits de vote (en nombre de droits de vote théoriques).

L'OPRA porte sur un nombre maximum de 1.785.000 actions LVL Médical, soit environ 15,33% du capital de la Société au 31 mars 2011.

Options d'achat et de souscription d'actions LVL Médical :

Au 31 mars 2011, deux plans d'options de souscription ou d'achat d'actions LVL Médical sont en vigueur (voir chapitre 21 du document de référence de la Société déposé auprès de l'AMF le 31 janvier 2011 n° D.11.0042). Les principales caractéristiques de ces plans sont résumées ci-dessous :

	Plan n°1	Plan n°2
Date du Conseil d'Administration	10/11/2006	30/03/2009
Nombre total d'options attribuées	815 000	478 000
Point de départ d'exercice des options	10/11/2008	30/03/2011
Date d'expiration des options	10/11/2016	30/03/2014
Modalités d'exercice	25% / an	Total ou partiel, en une ou plusieurs fois, librement par tranche minimum de 2 000 options
Prix de souscription ajusté*	9,566	9,476
Nombre d'actions souscrites au 31/12/2009	0	0
Options de souscription annulées	40 000	0
Options de souscription restantes	775 000	478 000
Nombre total ajusté d'actions pouvant être souscrites *	784 300	483 736

* parité et prix ajustés à la suite de l'offre initiée par la Société sur ses propres actions en octobre 2010

Les titulaires d'Options pourront apporter à l'OPRA les actions auxquelles ces Options donnent droit à condition d'avoir exercé leurs Options dans un délai leur permettant d'apporter les actions reçues au plus

tard le dernier jour de l'OPRA. Ils devront s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

Il est précisé que M. Stanislas Lavorel exercera 300.000 stock-options (lui donnant droit à la souscription de 303.600 actions) dont il dispose dans le cadre du Plan n°1 ci-dessus, au cours du mois de mai 2011, avant la date de clôture de l'Offre, et qu'il apportera 270.000 actions issues de l'exercice de ces stock-options à l'OPRA.

Il est précisé que M. Jean-Claude Lavorel exercera 400.000 stock-options (lui donnant droit à la souscription de 404.800 actions) dont il dispose dans le cadre du Plan n°1 ci-dessus, au cours du mois de mai 2011, avant la date de clôture de l'Offre, et qu'il apportera 180.000 actions issues de l'exercice de ces stock-options à l'OPRA.

Les titulaires d'Options qui n'auront pas exercé leurs Options dans un délai leur permettant d'apporter les actions reçues préalablement à la clôture de l'OPRA bénéficieront le cas échéant d'un ajustement du nombre d'actions auxquelles ces Options donnent droit, conformément à l'article R.225-138 du code de commerce.

1.3.4 Titres visés par l'OPAS

L'OPAS sur les BSAAR porte sur un nombre maximum de 1.799.940 BSAAR. Les caractéristiques principales des BSAAR sont rappelées dans le tableau ci-après :

Code ISIN	FR0010617027
Prix d'exercice	21,88 euros
Parité d'exercice	1,012 action par BSAAR (ajustée à la suite de l'offre de rachat initiée en septembre 2010)
Durée	7 ans
Période d'exercice	du 14 juin 2010 au 13 juin 2015
Remboursement anticipé à 0,01 €	Au gré de la Société, à compter du 13 juin 2013 jusqu'au 13 juin 2015, si le produit du cours de l'action et de la parité d'exercice excède 140% du prix d'exercice.

1.3.5 Titres financiers donnant accès à terme au capital de la Société

A la date du présent projet de note d'information, outre les plans de stock-options qui sont décrits à la section 1.3.3 ci-dessus, les seuls titres financiers donnant accès à terme au capital de la Société sont les 1.799.940 BSAAR visés par l'OPAS.

Les titulaires de BSAAR qui n'auront pas apporté leurs BSAAR à l'OPAS bénéficieront le cas échéant, à la suite de l'OPRA, d'un ajustement du nombre d'actions auxquelles ces BSAAR donnent droit, conformément à la section 4.2.2.4 de la note d'opération relative aux OBSAAR.

1.3.6 Mécanismes de réduction

Dans le cas où le nombre d'actions apportées par les actionnaires à l'OPRA serait supérieur au nombre d'actions visées par l'OPRA, il sera fait application des mécanismes de réduction usuels dans le cadre de ce type d'opération.

Ainsi, il sera procédé, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être le propriétaire ou le titulaire, conformément aux dispositions de l'article R. 225-155 du code de commerce.

Par conséquent, lors de leur demande de rachat, les actionnaires devront faire bloquer les actions non présentées au rachat et dont ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leur intermédiaire financier jusqu'à la publication du résultat de l'OPRA, ces dernières étant, le cas échéant, prises en compte

pour le calcul de la réduction des demandes de rachat.

Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'OPRA en raison de ce mécanisme de réduction proportionnelle seront restituées à l'actionnaire.

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

Mise à disposition des informations relatives à l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance, agissant pour le compte de la Société, a déposé le 11 avril 2011 auprès de l'AMF le projet d'Offre. Oddo Corporate Finance garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par LVL Médical.

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 La Tribune.

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

Les actions LVL Médical 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 15 jours de négociation, représentant au moins 20 jours calendaires.

Transmission des demandes de rachat par les actionnaires dans le cadre de l'OPRA

Les actionnaires de LVL Médical qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'OPRA dans les conditions proposées devront remettre une demande de rachat dans le cadre de l'OPRA.

Les demandes de rachat devront être transmises par les actionnaires au prestataire de services d'investissement habilité, dépositaire de leurs titres, suivant le modèle tenu à leur disposition par ce dernier, au plus tard le dernier jour de l'OPRA, étant précisé que ces demandes de rachat pourront être révoquées à tout moment jusqu'à la clôture de l'OPRA, date au-delà de laquelle elles deviendront irrévocables. Le prestataire de services d'investissement fera déposer lesdites actions au compte Euroclear France de NYSE Euronext Paris.

Les actions LVL Médical inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront être converties au nominatif administré pour être apportées à l'OPRA, 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. En

conséquence, pour répondre à l'OPRA, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander à CM-CIC Securities, dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au nominatif administré.

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

Règlement du prix de l'OPRA - Centralisation de l'OPRA

La date de paiement du prix (versement de 20 euros par action) sera publiée par NYSE Euronext Paris et le paiement du prix sera effectué après que le Conseil d'administration de LVL Médical aura constaté la réduction du capital social et l'annulation des actions rachetées dans le cadre de l'OPRA.

Les frais de négociation resteront à la charge des vendeurs et de l'acheteur, chacun pour ce qui le concerne.

Aucun intérêt ni aucune indemnité ne sauraient être dus au titre de la période allant de la date de présentation des actions à l'OPRA à la date de règlement des actions, qui sera spécifiée dans l'avis de résultat précisant les modalités de règlement des capitaux, tel que publié par NYSE Euronext Paris après publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'OPRA.

Les actions rachetées dans le cadre de l'OPRA seront annulées par LVL Médical dans les conditions prévues par l'article R. 225-158 du code de commerce.

Les actions annulées ne conféreront plus aucun droit social et ne donneront, notamment, plus droit aux dividendes.

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

Transmission des demandes d'apport à l'OPAS sur les BSAAR LVL Médical

Les porteurs de BSAAR dont les titres sont inscrits en compte auprès d'un intermédiaire financier et qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'OPAS dans les conditions proposées devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs titres un ordre de vente à l'OPAS en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard à la date de clôture de l'OPAS.

L'acquisition des BSAAR pendant l'OPAS se fera, conformément à la loi, par l'intermédiaire du membre de marché acheteur Oddo Corporate Finance qui agira en tant qu'intermédiaire pour le compte de la Société.

Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, dans un délai de trois jours de négociation suivant chaque exécution, les frais de négociation (courtage et TVA) restant à la charge des porteurs vendeurs.

Les BSAAR détenus sous la forme nominative pure devront avoir été préalablement convertis au nominatif administré ou au porteur pour être apportés à l'OPAS.

Les porteurs de BSAAR dont les titres sont inscrits en compte au nominatif pur dans les registres de la Société et qui souhaiteraient présenter leurs titres à l'OPAS devront remettre à CM-CIC Securities, agent financier de la Société, un ordre d'apport à l'offre, conforme au modèle qui leur sera envoyé par CM-CIC Securities.

Les BSAAR apportés à l'OPAS devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété.

1.6 Calendrier prévisionnel de l'Offre

11 avril 2011	Dépôt du projet de note d'information auprès de l'AMF
11 avril 2011	Publication du communiqué de dépôt du projet de note d'information
11 avril 2011	Publication du projet de note d'information sur le site de l'AMF et sur le site de la Société
26 avril 2011	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information Décision de dérogation de l'AMF à l'obligation de déposer un projet d'offre publique pour le groupe familial Lavorel, JCL Finances et le concert Lavorel / Haby
27 avril 2011	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 Médical »
28 avril 2011	Publication d'un communiqué sous forme d'avis financier précisant les modalités de mise à disposition de ces documents
29 avril 2011	Ouverture de l'Offre (15 jours de négociation ne pouvant être inférieurs à 20 jours calendaires)
19 mai 2011	Clôture de l'Offre
25 mai 2011	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
26 mai 2011	Décision du Conseil d'administration de LVL Médical constatant la réduction de capital
10 juin 2011 au plus tard	Règlement-livraison des actions LVL Médical

1.7 Intentions des actionnaires de LVL Médical

A la date de la présente note d'information, le groupe familial Lavorel détient 5.314.326 actions de la Société représentant 45,63% du capital et 61,69% des droits de vote (en droits de vote réels). Le groupe familial Lavorel a fait part à la Société de son intention de ne pas apporter d'actions à l'OPRA, à l'exception de l'apport par M. Stanislas Lavorel de 270.000 actions (issues de l'exercice de 300.000 stock-options à intervenir en mai 2011, avant la date de clôture de l'Offre), et de l'apport par M. Jean-Claude Lavorel de 180.000 actions (issues de l'exercice de 400.000 stock-options à intervenir en mai 2011, avant la date de clôture de l'Offre).

La famille Haby, agissant de concert avec la famille Lavorel, a fait part de son intention d'apporter 60.000 actions à l'OPRA.

Le Groupe Malakoff Médéric, agissant de concert avec la famille Lavorel, s'est engagé à n'apporter aucune action à l'OPRA.

Les membres du concert Lavorel / Haby détenant des BSAAR (à savoir le groupe familial Lavorel à hauteur de 1.588.950 BSAAR et M. Gilbert Haby à hauteur de 40.000 BSAAR) ont fait part de leur intention d'apporter la totalité de leurs BSAAR à l'OPAS.

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

1.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France. Les titulaires d'actions ou de BSAAR en dehors de la France peuvent participer à l'Offre si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion du présent document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre ainsi que la livraison des actions peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restriction 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 à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes disposant du présent document doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

Le présent document et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

La présente note d'information ne constitue pas une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes se trouvant aux Etats-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communications ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, les transmissions par télécopie, télex, téléphone et courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent document, et aucun autre document relatif à celui-ci ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit.

Pour les besoins du paragraphe qui précède, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

1.9 Régime fiscal de l'Offre

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales de l'Offre pour les titulaires d'actions ou de BSAAR 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.

1.9.1 OPRA portant sur les actions

Les sommes perçues par les actionnaires dans le cadre d'une offre publique de rachat (« **OPRA** ») sont susceptibles de relever à la fois du régime des revenus distribués et à la fois du régime des plus ou moins-values, les rachats étant effectués sur le fondement de l'article L.225-207 du code de commerce.

1.9.1.1 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

En application des articles 112 1°, 161, al. 2 et 150-0 D, 8 ter du code général des impôts (« **CGI** »), les sommes perçues dans le cadre d'une OPRA relèvent :

- o du régime des revenus distribués à hauteur de l'excédent du prix de rachat des actions apportées à l'offre sur :
 - o le montant des apports compris dans la valeur nominale de ces actions ; ou
 - o s'il est supérieur, le prix d'acquisition ou de souscription de ces actions (ou leur valeur d'acquisition en cas d'acquisition à titre gratuit) ; et
- o du régime des plus-values à hauteur de l'excédent du prix de rachat des actions apportées à l'offre sur le prix d'acquisition ou de souscription de ces actions (ou leur valeur d'acquisition en cas d'acquisition à titre gratuit), diminué des sommes relevant du régime des revenus distribués.

(i) Quote-part des sommes relevant du régime des revenus distribués

(a) Cas général

En application de l'article 158-3, 2° à 5° du CGI, les revenus distribués perçus dans le cadre d'une OPRA sont soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application :

- o d'une réfaction proportionnelle dont le taux est actuellement fixé à 40% ; et
- o d'un abattement fixe annuel et global dont le montant est actuellement fixé à 3.050 euros pour les couples soumis à une imposition commune (couples mariés et partenaires du pacte civil de solidarité défini à l'article 515-1 du code civil faisant l'objet d'une imposition commune) et à 1.525 euros pour les personnes célibataires, veuves, divorcées ou mariées et imposées séparément.

Les revenus distribués (avant application de la réfaction et de l'abattement mentionnés ci-avant) sont par ailleurs soumis à divers prélèvements sociaux dont le taux global est actuellement de 12,3% et se décompose comme suit : 8,2 % au titre de la CSG ; 2,2 % 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 « **Prélèvements Sociaux** »). Les montants versés au titre des Prélèvements Sociaux ne sont pas déductibles de la base de l'impôt sur le revenu.

(b) Option pour le prélèvement forfaitaire libératoire

En application de l'article 117 quater du CGI, les actionnaires peuvent opter pour que les revenus perçus dans le cadre d'une OPRA soient soumis à un prélèvement forfaitaire libératoire de l'impôt sur le revenu dont le taux est actuellement fixé à 19%.

Cette option doit être exercée au plus tard à la date de rachat des actions concernées.

Les revenus distribués ainsi soumis au prélèvement forfaitaire libératoire sont également soumis aux Prélèvements Sociaux.

(c) Retenue à la source

Par ailleurs, dans le cas a) comme dans le cas b) ci-dessus, les revenus distribués sont passibles d'une retenue à la source de 50% lorsqu'ils sont payés sur un compte ouvert par l'actionnaire dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0A du CGI.

(ii) *Quote-part des sommes relevant du régime des plus-values*

(a) Cas général

En application des articles 150 0-A et suivants du CGI, les plus-values nettes réalisées dans le cadre d'une OPRA sont imposables dès le premier euro.

Les plus-values nettes imposables sont actuellement imposées à un taux global de 31,3%, décomposé comme suit : 19% au titre de l'impôt sur le revenu et 12,3% au titre des Prélèvements Sociaux.

(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 restant néanmoins soumis aux Prélèvements Sociaux).

Les moins-values réalisées à raison d'actions détenues dans le cadre du PEA ne sont en principe imposables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre (des règles spécifiques s'appliquant toutefois à certains cas de clôture du PEA).

Les actionnaires concernés sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel sur cette question.

1.9.1.2 Actionnaires personnes morales qui sont résidents de France et y sont passibles de l'impôt sur les sociétés

En application des articles 161, al. 2 et 209-I du code général des impôts (« **CGI** »), les sommes perçues dans le cadre d'une OPRA relèvent :

- o du régime des revenus distribués à hauteur de l'excédent du prix de rachat des actions apportées à l'offre sur :
 - o le montant des apports compris dans la valeur nominale de ces actions ; ou
 - o si elle est supérieure, la valeur d'inscription de ces actions à l'actif des actionnaires concernés ; et
- o du régime des plus ou moins-values à hauteur de la différence entre le prix de revient fiscal des actions apportées à l'offre et :
 - o le montant des apports compris dans la valeur nominale de ces actions ; ou
 - o si elle est supérieure, la valeur d'inscription de ces actions à l'actif des actionnaires concernés.

(i) *Quote-part des gains relevant du régime des revenus distribués*

(a) Cas général

Les revenus distribués perçus dans le cadre d'une OPRA sont généralement inclus 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 (la « **Contribution Sociale** »).

Cependant, pour les personnes morales 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 personne morale satisfaisant elle-même à l'ensemble de ces conditions, les revenus distribués perçus dans le cadre d'une OPRA sont imposés 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 personnes morales sont, en outre, exonérées de la Contribution Sociale.

(b) Application du régime mère-fille

Les revenus distribués perçus dans le cadre d'une OPRA peuvent, sur option, bénéficier du régime dit « mère-fille » prévu aux articles 145 et 216 du CGI et en vertu duquel seule une quote-part de leur montant est soumise à l'impôt sur les sociétés dans les conditions détaillées au (a) ci-dessus. Cette quote-part est égale à 5% des revenus distribués.

Le régime « mère-fille » ne peut toutefois s'appliquer que sous certaines conditions. En particulier, les actions concernées doivent être détenues en pleine propriété, représenter au moins 5% du capital et des droits de vote de la société distributrice et avoir été détenues pendant au moins deux ans.

(c) Retenue à la source

Par ailleurs, dans le cas a) comme dans le cas b) ci-dessous, les revenus distribués sont passibles d'une retenue à la source de 50% lorsqu'ils sont payés sur un compte ouvert par l'actionnaire dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0A du CGI.

(ii) *Quote-part des sommes relevant du régime des plus ou moins-values*

(a) Cas général

Les plus-values nettes réalisées dans le cadre d'une OPRA sont généralement incluses dans le résultat de l'exercice concerné soumis à l'impôt sur les sociétés dans les conditions détaillées au (i)(a) ci-dessus.

Les moins-values nettes viennent, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale concernée.

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

Les plus-values nettes réalisées dans le cadre d'une OPRA à raison 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 des entreprises concernées, 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 « mère-fille » mentionné au (i)(b) ci-dessus 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 raison 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 sont ni reportables ni imputables.

1.9.1.3 Actionnaires non-résidents

En application de l'article 119 bis 2 du CGI, les sommes perçues dans le cadre d'une OPRA relèvent du régime des revenus distribués à hauteur de l'excédent du prix de rachat des actions apportées à l'offre sur le montant des apports compris dans la valeur nominale de ces actions.

Toutefois, dans une instruction en date du 16 octobre 2006 (5 C-3-06), l'administration fiscale française a admis que la quote-part des sommes relevant du régime des revenus distribués puisse être limitée à l'excédent du prix de rachat des actions sur leur prix d'acquisition (ou leur valeur d'acquisition) s'il est supérieur au montant des apports compris dans leur valeur nominale, sous réserve :

- o d'une part, que les actionnaires justifient, auprès de la société distributrice, du prix ou de la valeur d'acquisition des actions concernées ; et
- o d'autre part, que la société distributrice tienne à la disposition de l'administration fiscale tout document de nature à justifier du prix ou de la valeur d'acquisition de ces actions.

Les sommes perçues dans le cadre d'une OPRA relèvent du régime des plus ou moins-values à hauteur de l'excédent du prix de rachat des actions apportées à l'offre sur le prix d'acquisition ou de souscription de ces actions (ou leur valeur d'acquisition), diminué des sommes relevant du régime des revenus distribués.

(i) Quote-part des sommes relevant du régime des revenus distribués

Les revenus distribués perçus dans le cadre d'une OPRA sont en principe soumis à une retenue à la source dont le taux est actuellement fixé à 25%, sous réserve des stipulations de conventions fiscales internationales plus favorables éventuellement applicables.

Le taux de la retenue à la source est porté à 50% lorsque les actionnaires sont des personnes ou organismes domiciliés, établis ou constitués hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif (au sens des dispositions de l'article 238-0A du CGI) ou lorsque les revenus distribués sont payés sur un compte ouvert dans un Etat ou territoire non coopératif.

(ii) Quote-part des sommes relevant du régime des plus ou moins-values

En application de l'article 244 bis C du CGI, les plus-values nettes réalisées dans le cadre d'une OPRA 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 l'actionnaire, avec son groupe familial, dans les bénéfices de la société concernée ont excédé 25% à un moment quelconque au cours des cinq années précédant l'opération (article 244 bis B du CGI). Les plus-values nettes réalisées à raison 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 19%.

Quel que soit le pourcentage des droits détenus dans les bénéfices de la société concernée, les plus-values sont soumises en France à un prélèvement dont le taux est actuellement fixé à 50% lorsque les actionnaires sont des personnes ou organismes domiciliés, établis ou constitués hors de France dans un Etat 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.

1.9.2 OPAS portant sur les BSAAR

Les sommes perçues dans le cadre d'une OPAS relèvent du régime des plus-values.

1.9.2.1 Titulaires de BSAAR 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 dans le cadre d'une OPAS sont imposables dès le premier euro.

Les plus-values nettes imposables sont actuellement imposées à un taux global de 31,3%, décomposé comme suit : 19% au titre de l'impôt sur le revenu et 12,3% au titre des Prélèvements Sociaux.

(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 restant néanmoins soumis aux Prélèvements Sociaux).

Les moins-values réalisées à raison d'actions détenues dans le cadre du PEA ne sont en principe imposables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre (des règles spécifiques s'appliquant toutefois à certains cas de clôture du PEA).

Conformément à une instruction en date du 4 août 2006 (5 I-8-06 n°82), seuls les BSAAR acquis séparément sur le marché secondaire sont éligibles au PEA. Les titulaires concernés sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel sur cette question.

1.9.2.2 Titulaires de BSAAR personnes morales qui sont résidents de France et y sont passibles de l'impôt sur les sociétés

Les plus-values nettes réalisées dans le cadre d'une OPAS sont généralement comprises 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 (la « **Contribution Sociale** »).

Cependant, pour les personnes morales 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 personne morale satisfaisant elle-même à l'ensemble de ces conditions, les plus-values nettes réalisées dans le cadre d'une OPAS 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 personnes morales sont, en outre, exonérées de la Contribution Sociale.

Les moins-values nettes viennent, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale concernée.

Les BSAAR n'ont pas le caractère de titres de participations. Dès lors, les plus ou moins-values réalisées à l'occasion de leurs cessions sont exclues du régime des plus ou moins values à long terme.

1.9.2.3 Titulaires de BSAAR non-résidents

En application de l'article 244 bis C du CGI, les plus-values nettes réalisées dans le cadre d'une OPAS 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. Les plus-values sont alors soumises au régime de droit commun prévu au paragraphe 1.9.2.2 ci-dessus.

Lorsque les titulaires de BSAAR sont des personnes ou organismes domiciliés, établis ou constitués hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif (au sens des dispositions de l'article 238-0A du CGI), les plus-values sont soumises à un prélèvement dont le taux est actuellement fixé à 50%.

1.10 Modalités de financement et frais liés à l'Offre

Le coût maximum de l'Offre devrait s'élever à environ 42,5 millions d'euros. Ce montant inclut le prix d'achat de la totalité des actions et BSAAR visés par l'Offre.

En outre, les honoraires de conseils financiers et juridiques et les frais de communication et redevances des autorités de marché, supportés par LVL Médical dans le cadre de l'Offre, sont estimés à environ 1 million d'euros.

Le coût de l'Offre sera financé à hauteur de 35 millions d'euros par le biais d'un crédit moyen terme dont les modalités sont décrites ci-après, et pour le solde (soit environ 7,5 millions d'euros) par l'utilisation de la trésorerie existante de la Société, laquelle s'élève à 11,7 millions d'euros au 31 mars 2011.

La Société a conclu en date du 16 mars 2011 un contrat de crédits, avec un certain nombre d'établissements de crédit, pour un montant total de 100 millions d'euros. Ce contrat de crédits devrait lui permettre d'assurer le financement de sa croissance sur les 5 prochaines années, ainsi que le refinancement par anticipation de ses Obligations de maturité 12 juin 2013 (code ISIN FR0010616995) et le financement partiel de l'Offre. Ce contrat prévoit la mise à disposition de LVL Médical des crédits suivants :

- une tranche d'un montant de 55 millions d'euros, laquelle permettra le remboursement anticipé total des Obligations au jour ouvré suivant la prochaine date de paiement d'intérêts, à savoir le 13 juin 2011, conformément aux dispositions du contrat d'émission, le solde (soit environ 5,1 millions d'euros) étant financé par la trésorerie disponible de la Société. Ce crédit est remboursable semestriellement à compter du 31 mars 2012 jusqu'au 30 septembre 2016. Le taux d'intérêt applicable à cette tranche est égal à Euribor + une marge de 1,875% l'an.
- une tranche d'un montant maximum de 35 millions d'euros permettant le financement partiel de l'Offre. Ce crédit est remboursable en totalité *in fine*, le 31 mars 2017. Le taux d'intérêt applicable à cette tranche est égal à Euribor + une marge de 2,375% l'an.
- un crédit renouvelable d'un montant maximum de 10 millions d'euros destiné à financer les besoins généraux du Groupe.

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 Médical

Au 31 mars 2011, le capital de la Société était divisé en 11.645.983 actions représentant 15.046.140 droits de vote (en droits de vote réels).

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	781 994	6.71%	1 519 461	10.10%	9.50%
Benjamin Lavorel	46 311	0.40%	92 622	0.62%	0.58%
Maxime Lavorel	47 171	0.41%	94 342	0.63%	0.59%
Pénélope Lavorel	43 762	0.38%	87 524	0.58%	0.55%
Stanislas Lavorel	64 657	0.56%	108 658	0.72%	0.68%
Supergab SARL	10 759	0.09%	10 759	0.07%	0.07%
JCL FINANCES	3 023 089	25.96%	4 928 258	32.75%	30.82%
ULTIMAL	1 296 583	11.13%	2 439 683	16.21%	15.26%
Total famille Lavorel	5 314 326	45.63%	9 281 307	61.69%	58.04%
Famille Haby	373 195	3.20%	562 570	3,74%	3.52%
Concert Lavorel - Haby	5 687 521	48.84%	9 843 877	65.42%	61.56%
Groupe Malakoff Médéric	1 537 704	13.20%	1 537 704	10.22%	9.62%
Concert Lavorel - MM	6 852 030	58.84%	10 819 011	71.91%	67.66%
Total Lavorel - Haby - MM	7 225 225	62.04%	11 381 581	75.74%	71.18%
FCPE LVL CROISSANCE	25 230	0.22%	25 230	0.17%	0.16%
Autodétention	944 828	8.11%	-	-	5.91%
Public	3 450 700	29.63%	3 639 329	24.19%	22.76%
Total	11 645 983	100.00%	15 046 140	100.00%	100.00%

* Droits de vote réels : toutes les actions de la Société disposent de 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).

Le tableau ci-dessous donne la répartition du capital de la Société en tenant compte (i) de l'exercice par MM. Jean-Claude et Stanislas Lavorel de 700.000 stock-options, donnant lieu à la création de 708.400 actions nouvelles, (ii) des intentions d'apport à l'OPRA des membres du Concert, et (iii) d'un apport par le public de 2.000.000 actions à l'OPRA, sensiblement équivalent au nombre de titres apporté par le public mais non racheté par la Société dans le cadre de l'offre publique initiée en septembre 2010. On suppose ici qu'aucune action à droit de vote double n'est apportée à l'OPRA.

Actionnaires	Nombre d'actions total	% du capital	Nombre des droits de vote réels*	% des droits de vote réels*
Jean-Claude Lavorel	1 006 794	9.53%	1 744 261	12.93%
Benjamin Lavorel	46 311	0.44%	92 622	0.69%
Maxime Lavorel	47 171	0.45%	94 342	0.70%
Pénélope Lavorel	43 762	0.41%	87 524	0.65%
Stanislas Lavorel	219 146	2.07%	263 147	1.95%
Supergab SARL	10 759	0.10%	10 759	0.08%
JCL FINANCES	3 023 089	28.60%	4 603 258	34.13%
ULTIMAL	1 296 583	12.27%	2 439 683	18.09%
Total famille Lavorel	5 693 615	53.87%	9 335 596	69.22%
Famille Haby	313 195	2.96%	502 570	3.73%
Concert Lavorel - Haby	6 006 810	56.83%	9 838 166	72.94%
Groupe Malakoff Médéric	1 537 704	14.55%	1 537 704	11.40%
Concert Lavorel - MM	7 231 319	68.42%	10 873 300	80.62%
Total Lavorel - Haby -MM	7 544 514	71.38%	11 375 870	84.34%
FCPE LVL CROISSANCE	25 230	0.24%	25 230	0.19%
Autodétention	948 128	8.97%	-	-
Public	2 051 511	19.41%	2 086 657	15.47%
Total	10 569 383	100.00%	13 487 757	100.00%

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

1.11.2 Incidence sur la situation financière de LVL Médical

L'Offre et la conversion par MM. Jean-Claude et Stanislas Lavorel d'une partie de leurs stock-options vont avoir un impact sur la situation financière de la Société.

Tout d'abord, l'Offre et la conversion des stock-options vont entraîner un décaissement pour la Société qui peut être estimé à 35,8 M€¹, hors frais, en cas de réussite à 100 % de l'Offre.

L'impact de l'Offre et de la conversion des stock-options va être légèrement plus élevé sur le montant des capitaux propres (37,5 M€), compte tenu du remboursement anticipé des Obligations².

De ce fait, le montant des capitaux propres part du groupe de la Société va être réduit de 55,2 M€ à 17,6 M€, soit de 5,15 € par action à 1,82 € par action, tandis que le montant de la dette financière nette va augmenter de 49,3 M€ à 87,5 M€, soit de 1,5 fois à 2,6 fois l'EBITDA 2010.

A cet égard, il convient de noter que cette augmentation de la dette financière nette de la Société va se traduire par une augmentation de la marge de crédit payée d'environ 1,0 % sur les Obligations à environ 2,0 %³ dans le cadre du refinancement bancaire.

¹ Sur la base de l'apport de 1.785.000 actions à l'OPRA (coût de 35,7 M€) et de la totalité des BSAAR à l'OPAS (coût de 6,8 M€) et d'une conversion de 700.000 stock-options à un prix d'exercice de 9,566 € (produit de 6,7 M€).

² Les Obligations apparaissent au passif de la Société pour un montant de 57,718 M€, en application de la méthode du taux d'intérêt effectif, tandis que leur valeur nominal est de 60,0 M€ et le montant des impôts différés au passif de 0,524 M€ (60,0 M€ - 57,718 M€ - 0,524 M€ = 1,758 M€).

Par ailleurs, l'Offre et la conversion des stock-options vont avoir un effet relatif dans la mesure où l'accroissement de la charge financière, liée au financement de l'Offre et à l'augmentation de la marge de crédit payée, va être plus que compensée par la baisse du nombre de titres en circulation. On peut estimer que cet effet relatif aurait conduit à une augmentation du bénéfice par action 2010 de 1,062 € à 1,113 €⁴.

Les données relatives à l'impact financier de l'Offre et de la conversion des stock-options sur la situation financière de la Société sont résumées dans le tableau ci-dessous :

	30/09/10	Impact Offre et conversion	Après Offre et conversion
Capitaux propres Pdg	55,2	-37,5	17,6
Nombre d'actions	10 706 135 ⁵	-1 076 600 ⁶	9 629 535
Capitaux propres par action	5,15		1,82
BPA base exercice 2010	1,062		1,113
Dette financière nette (cf. infra)	49,3	38,1 ⁷	87,5
x EBITDA 2010	1,5		2,6

Sur la base des éléments cités précédemment, l'Offre et la conversion des stock-options auront un effet relatif sur le bénéfice par action de la Société et permettront une optimisation de sa structure financière par l'accroissement du levier financier.

Cet accroissement du levier financier paraît raisonnable au regard de la capacité bénéficiaire historique de la Société, des prévisions d'activité, et du calendrier de remboursement négocié.

1.11.3 Incidence sur la capitalisation boursière

Sur la base du cours de clôture de LVL Médical de 17,55 euros au 31 mars 2011, la capitalisation boursière s'élevait à 204,4 millions d'euros, le capital de LVL Médical étant représenté par 11.645.983 actions.

A l'issue de l'Offre et de l'exercice de 700.000 stock-options (à l'origine de 708.400 actions nouvelles) et dans l'hypothèse où la totalité des actions visées par l'OPRA serait apportée puis annulée, le nombre d'actions serait de 10.569.383 et la capitalisation boursière de LVL Médical, sur la base du prix de l'OPRA de 20 euros et toutes choses égales par ailleurs, s'élèverait à 211,4 millions d'euros.

1.11.4 Avis du Conseil d'administration de LVL Médical

Au cours de sa séance du 7 avril 2011, et 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, (ii) des

³ Spread moyen des différentes tranches pour un ratio « dette financière nette / excédent brut d'exploitation » compris entre 2,0 et 2,5

⁴ Ce calcul a été fait sur la base du résultat 2010 retraité pour tenir compte de la charge d'intérêt qui aurait été payée avec le niveau de dette résultant de l'Offre et sur la base du nombre de titres suite à l'Offre.

⁵ Nombre d'actions formant le capital au 30/09/10 minoré du nombre d'actions détenues en autocontrôle à la même date et du nombre d'actions achetées dans le cadre de la précédente opération.

⁶ 1.785.000 (nombres de titres visés par l'OPRA) – 708.400 (nombre d'actions créées suite à l'exercice des stock-options)

⁷ L'impact de l'Offre et de la conversion des stock-options est légèrement différent sur les capitaux propres et sur la dette financière nette du fait de la reprise d'impôts différés passifs en capitaux propres.

travaux d'évaluation menés par Oddo Corporate Finance, et (iii) du rapport du cabinet Sorgem Evaluation nommé en qualité d'expert indépendant en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF concluant de manière positive sur le caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'OPRA et de l'OPAS, le Conseil d'administration, à l'unanimité :

- a constaté, après avoir pris acte de l'impact de l'Offre sur la situation financière de la Société, et compte tenu du fait que le financement de l'OPRA n'obèrera pas la capacité de la Société à réaliser ses projets d'investissement et de développement, qu'il est conforme, tant aux intérêts de la Société que de ses actionnaires et salariés, de mettre en œuvre l'Offre telle que décrite ci-dessus ;
- a constaté qu'aucun impact n'est attendu en matière d'emploi du fait de cette opération ;
- a décidé d'approuver le projet de note d'information et de document contenant les informations relatives à la Société ;
- a recommandé aux actionnaires et porteurs de BSAAR, en conséquence, compte tenu du caractère équitable du prix proposé pour chaque offre, d'apporter leurs actions à l'OPRA et leurs BSAAR à l'OPAS ;
- a donné tous pouvoirs au Directeur Général Délégué, avec faculté de subdélégation, à l'effet de déposer le projet d'OPRA et d'OPAS, d'effectuer toutes démarches, de finaliser et signer tous documents, avis et communiqués nécessaires à cette fin, et plus généralement de faire le nécessaire pour mener à bien cette opération.

Le Conseil a par ailleurs pris acte des intentions des différents actionnaires de référence de la Société vis-à-vis de cette Offre.

2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT

AVERTISSEMENT

Dans le cadre de (i) l'offre publique de rachat d'actions (l'« OPRA ») initiée par LVL Médical Groupe (la « Société » ou « LVL Médical ») portant sur un maximum de 1.785.000 de ses propres actions, et de (ii) l'offre publique d'achat simplifiée initiée par LVL Médical, portant sur la totalité de ses 1.799.940 BSAAR en circulation (l'« OPAS »), et en vertu de l'article 233-1 6° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), la Société a mandaté Oddo Corporate Finance pour présenter l'OPRA et l'OPAS, et rédiger le présent document afin d'apprécier les prix proposés (le « Prix de l'OPRA » et le « Prix de l'OPAS »).

Les éléments d'appréciation du Prix de l'OPRA et du Prix de l'OPAS ont été préparés par Oddo Corporate Finance à partir d'informations publiquement disponibles et d'informations écrites ou orales communiquées par la Société ou au nom de celle-ci. 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.

1. Éléments d'appréciation du Prix de l'OPRA sur les actions LVL Médical

1.1 Méthodologie

L'appréciation du Prix de l'OPRA a été menée à partir d'une approche dite multicritères reposant sur des méthodes et références d'évaluation usuelles et appropriées à l'opération envisagée. Les principaux éléments de cette analyse, établie par Oddo Corporate Finance, sont reproduits ci-après.

1.1.1 Méthodes et références d'évaluation écartées

Les méthodes et références suivantes ont été écartées dans le cadre de l'analyse du Prix de l'OPRA.

1.1.1.1 Actifs nets comptable et réévalué

Même si ce critère ne permet pas d'appréhender la rentabilité de l'exploitation de la Société, il convient de noter que l'actif net comptable (ANC) de LVL Médical ressort à 5,2 € par action au 30 décembre 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.

1.1.1.2 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 ni versé de dividendes au titre des exercices clos depuis le 30 septembre 2002 (compris) à l'exception d'un coupon de 0,25 € par action payé en mars 2010, ni communiqué au marché d'objectif en matière de distribution pour les exercices à venir.

1.1.2 Méthodes et références d'évaluation retenues

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

- Analyse du cours de bourse ;
- Objectifs de cours des analystes de recherche ;
- Méthode des comparables boursiers ;
- Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société ;
- Méthode des transactions comparables ;
- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF).

1.2 Application des méthodes et références retenues

1.2.1 Sources et hypothèses utilisées pour l'analyse

1.2.1.1 Sources

Les travaux d'évaluation sont notamment fondés sur :

- le document de référence au 30 septembre 2010 de la Société,
- le plan d'affaires de la Société sur la période 2011^e-2015^e, prolongé à titre illustratif jusqu'en 2017^e par la Société, à la demande des banques de financement,
- plusieurs sessions de questions / réponses avec la Société.

Le plan d'affaires de la Société repose sur les hypothèses opérationnelles suivantes pour la période 2011^e-2015^e :

- une croissance du chiffre d'affaires d'environ 13% en moyenne par an sur la période,
- une marge d'EBITDA⁸ qui se maintient à plus de 20% du chiffre d'affaires,
- des investissements qui représentent environ 10% du chiffre d'affaires hors acquisitions,
- un besoin en fonds de roulement qui progresse au même rythme que le chiffre d'affaires.

La performance opérationnelle qui ressort de ce plan d'affaires apparaît moins ambitieuse que lors de l'OPAS de septembre-octobre 2010, en raison notamment d'un effet de base lié à l'exercice 2010 dont les comptes sont ressortis en retrait par rapport aux estimations du management, et de l'abandon d'une opération de croissance externe. Néanmoins, le plan d'affaires semble volontariste au regard non seulement des performances historiques de la Société, mais également des prévisions des analystes de recherche.

⁸ *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, soit le résultat d'exploitation avant dotations aux amortissements et provisions

1.2.1.2 Hypothèses

Pour les besoins des travaux d'évaluation, la dette financière nette consolidée de LVL Médical publiée au 30 septembre 2010, soit 36,8 M€, est :

- augmentée du montant de l'offre publique d'achat simplifiée de la Société sur 698 759 de ses propres actions au prix unitaire de 20 €, réalisée entre septembre et octobre 2010, soit 14,0 M€ ;
- augmentée du montant maximal que la Société s'est engagée à consacrer au rachat de la totalité des 1 799 940 BSAAR au prix unitaire de 3,80 €, soit 6,8 M€ ;
- augmentée de la valeur comptable des engagements de rachat des minoritaires pour un montant au 30 septembre 2010 de 1,9 M€ ;
- augmentée des provisions à long terme (engagements envers le personnel et litiges) pour un montant au 30 septembre 2010 de 0,6 M€ ;
- diminuée de la trésorerie issue de l'exercice de la totalité des options de souscription d'actions, dans la monnaie, soit 11,9 M€ ;
- diminuée des reports déficitaires pour leur valeur comptable au 30 septembre 2010 de 1,0 M€ ;
- diminuée des créances sur dirigeants pour leur valeur comptable au 30 septembre 2010 de 0,4 M€.

Après ces retraitements et aux fins de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de LVL Médical dans les travaux qui suivent, la dette financière nette de LVL Médical au 30 septembre 2010 ressort à 46,9 M€.

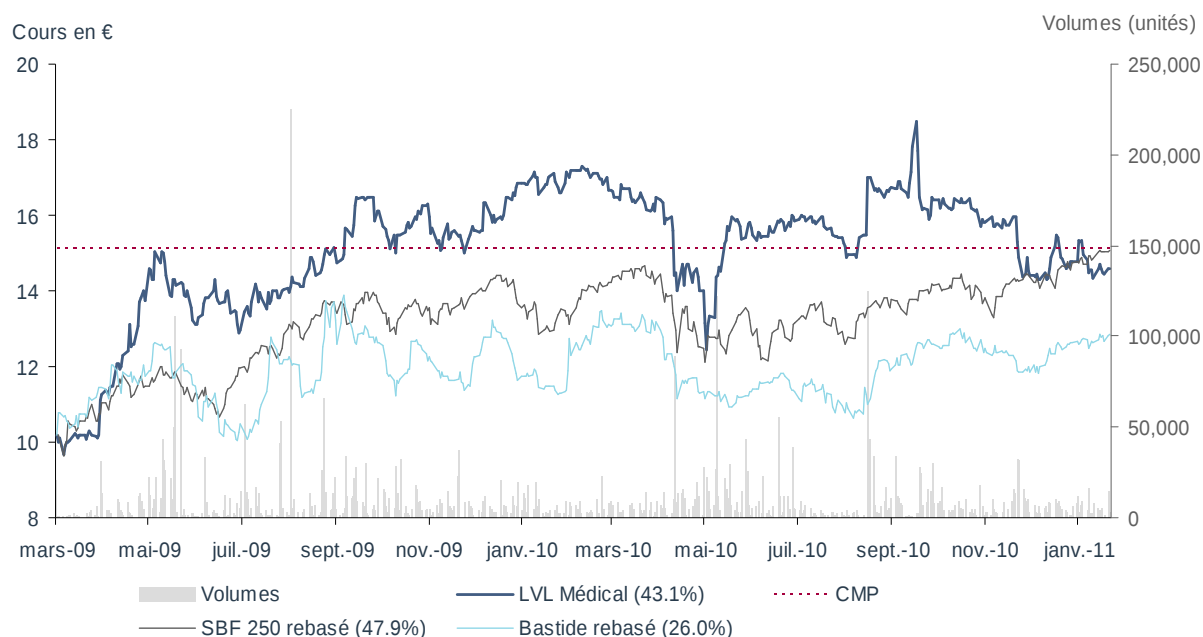
Le nombre d'actions dilué retenu dans le cadre des travaux d'évaluation est de 11 964 291, correspondant au nombre d'actions en circulation au 26 novembre 2010 (11 645 983), net de l'autocontrôle à cette date (949 728 actions, y compris les 698 759 actions rachetées dans le cadre de l'OPAS de septembre-octobre 2010) et augmenté des 1 268 036 actions potentiellement émises par l'exercice des 1 253 000 options de souscription d'actions dans la monnaie.

1.2.2 Analyse du cours de bourse

Les actions LVL Médical sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché Euronext Paris (ISIN : FR0000054686).

Le dernier cours de bourse de LVL Médical pris en référence dans l'analyse ci-après est le cours de clôture du 15 février 2011, qui a précédé la publication par la Société d'un communiqué de presse sur le principe de l'OPRA et de l'OPAS (après fermeture des marchés) actant le début de la période de pré-offre (avis AMF n°211C0195).

Le cours de bourse de LVL Médical a évolué dans une fourchette comprise entre 12,46 € et 17,29 € durant les 250 derniers jours de négociation. Cet horizon inclut la période d'offre de la précédente OPAS initiée par la Société sur 6% de son capital, du dépôt du projet le 6 septembre 2010 à la publication du résultat de l'offre le 13 octobre 2010 (avis AMF n°210C1049).



Source : Datastream

Au cours des 250 derniers jours de négociation, les volumes moyens quotidiens d'actions échangées sur le marché se sont élevés à environ 8 900 titres, avec des écarts de volumes quotidiens significatifs (368 titres le 7 octobre 2010 contre 124 754 titres le 9 septembre 2010 après l'annonce par la Société de l'OPAS sur 6% de son capital).

Au 15/02/2011	Spot	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	14.60	14.75	15.03	15.95	15.58
Prime / (Décote) par rapport au Prix de l'OPRA	37.0%	35.6%	33.0%	25.4%	28.3%
Cours le plus haut (€)		15.35	15.98	18.50	18.50
Prime / (Décote) par rapport au Prix de l'OPRA		30.3%	25.2%	8.1%	8.1%
Cours le plus bas (€)		14.33	14.28	14.28	12.46
Prime / (Décote) par rapport au Prix de l'OPRA		39.6%	40.1%	40.1%	60.5%
Volumes moyens quotidiens (milliers de titres)	3.4	6.0	7.1	8.8	8.9
Volumes cumulés sur la période (milliers de titres)	3.4	119.4	424.6	1,057.1	2,236.1
% du capital	0.0%	1.0%	3.6%	9.1%	19.2%
% du flottant	0.1%	3.4%	12.2%	30.4%	64.4%

Source : Datastream

Le cours de bourse de LVL Médical a favorablement réagi à l'annonce du principe de l'OPRA (+14,7% le 16 février 2011) et se situe depuis lors dans une fourchette comprise entre 16,58 € et 17,80 €.

Le Prix de l'OPRA fait ressortir une prime de 37,0% par rapport au cours de clôture du 15 février 2011 et de 33,0% par rapport à la moyenne pondérée des cours par les volumes sur les 60 derniers jours de négociation.

1.2.3 Objectifs de cours des analystes de recherche

A la date du présent document, la Société est suivie en recherche par les bureaux d'études suivants : CA Cheuvreux, Gilbert Dupont et Oddo Securities. Les derniers objectifs de cours des analystes financiers avant l'annonce du principe de l'OPRA sont les suivants :

Bureau d'études	CA Cheuvreux	Gilbert Dupont	Oddo Securities
Objectif de cours	15.0 €	18.1 €	16.8 €
Recommandation	Alléger	Achat	Alléger
Date	28/01/2011	27/01/2011	28/01/2011
Analyste	H. d'Aillières	G. Cuillier	C.-R. Ganet

Le Prix de l'OPRA fait ressortir une prime de 20,2% par rapport à la moyenne des objectifs de cours de 16,6 € par action.

1.2.4 Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer LVL Médical par analogie, à partir de multiples de sociétés comparables cotées, tels qu'ils ressortent d'une part de leurs 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 cette revue sectorielle, 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 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. D'autres groupes cotés comme Lincare (CA 2010 : 1,7 Md\$) ou Gentiva (CA 2010 : 1,4 Md\$) ont été écartés en raison non seulement d'une différence de profil de risque attribuable à leurs tailles, mais également du souhait de ne pas surpondérer l'échantillon avec des comparables américains.

Les capitalisations boursières des sociétés comparables correspondent à celles calculées au 25 mars 2011. Le taux de change euro / dollar est celui du 25 mars 2011.

Les sociétés comparables ne clôturant pas comme LVL Médical au 30 septembre, un ajustement calendaire des agrégats prospectifs et des dettes financières nettes a été effectué. Ces données sont issues du consensus Factset.

Dans le cadre de la présente évaluation, les multiples de valeur d'entreprise (VE) rapportée à l'EBITDA et à l'EBIT⁹ ont été retenus. Ont en revanche été écartés le multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires, qui ne prend pas en compte la différence de profitabilité entre les sociétés, ainsi que le PER¹⁰ 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 l'échantillon et de LVL Médical (tels qu'ils ressortent du consensus Factset d'une part, et du plan d'affaires de la Société d'autre part, sachant que la dette financière nette est celle qui a été retraitée au paragraphe 1.2.1.2) sont présentés ci-après :

	Capi. (M€)	VE (M€)	VE / EBITDA			VE / EBIT		
			2011e	2012e	2013e	2011e	2012e	2013e
Bastide le Confort Medical S.A.	68.4	87.9	5.6x	4.9x	4.5x	11.3x	9.5x	8.1x
Almost Family Inc.	239.5	211.8	5.6x	5.9x	na	6.1x	6.4x	na
Addus HomeCare Corp.	37.7	71.0	5.8x	5.4x	na	7.6x	7.2x	na
Moyenne			5.7x	5.4x	na	8.4x	7.7x	na
LVL Médical - Consensus	207.3	254.2	7.5x	6.7x		11.7x	10.6x	
LVL Médical - Plan d'affaires	207.3	254.2	6.8x	6.1x		10.6x	9.3x	

Source : Factset

L'application de la moyenne des multiples VE/EBITDA 2011^e et 2012^e 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 13,7 € et 14,9 €, le Prix de l'OPRA induisant ainsi une prime de 34,3% à 45,8%.

L'application de la moyenne des multiples VE/EBIT 2011^e et 2012^e 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 12,9 € et 13,6 €, le Prix de l'OPRA induisant ainsi une prime de 47,2% à 55,4%.

1.2.5 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Plusieurs transactions récentes et significatives, émanant d'investisseurs qualifiés, sont intervenues sur le capital de la Société :

- 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'OPRA fait ressortir une prime comprise entre 42,9% et 53,8% sur les prix de ces transactions récentes.

Par ailleurs, la Société a initié en septembre-octobre 2010 une OPAS sur 698 759 de ses propres actions au même prix unitaire de 20 €. Cette OPAS a été sursouscrite plus de quatre fois, 3 066 420 actions ayant été apportées à l'offre.

⁹ Earnings before interest and taxes, soit le résultat d'exploitation

¹⁰ Price / earnings ratio, soit le rapport entre la valeur des capitaux propres et le résultat net courant part du groupe

1.2.6 Méthode des transactions comparables

Trois transactions significatives ont été relevées sur le secteur :

- Acquisition de Dinno Santé par Air Liquide le 1^{er} février 2010,
- Acquisition de Générale de Santé Domicile par Initiative pour la Santé le 17 décembre 2009,
- Acquisition de Homeperf par Creadev le 7 octobre 2009.

Le multiple moyen de VE/CA historique de ces trois transactions est de 1,4 (source Epsilon Research). Les multiples de VE/EBITDA et VE/EBIT n'ont pas été retenus dans la mesure où ces cibles à marges faibles ont été acquises dans un objectif de rattrapage de ces marges.

La valeur par action LVL Médical issue de l'application de ce multiple moyen est de 13,6 €, le Prix de l'OPRA faisant ainsi ressortir une prime de 46,7%.

On peut noter que la valeur d'entreprise des huit acquisitions réalisées par la Société au cours des quarante derniers mois représente entre 1,0 et 1,5 fois le chiffre d'affaires, hors cas particuliers, à comparer au multiple VE/CA 2010 de 1,8 induit par le Prix de l'OPRA.

1.2.7 Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)

Cette méthode intrinsèque consiste à actualiser et sommer les flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent du plan d'affaires établi par le management de la Société sur la période 2011^e-2017^e pour déterminer la valeur d'entreprise. La période de transition 2016^e-2017^e établie par la Société à la demande des banques a été retenue comme telle car elle fait ressortir une rentabilité économique cohérente avec les perspectives de long terme de LVL Médical, en particulier eu égard à la forte probabilité d'une baisse des prix des prestations, non prise en compte sur la période 2011^e-2015^e.

L'actualisation est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs :

- Le taux sans risque retenu de 3,6% correspond au taux Euroswap 10 ans au 25 mars 2011.
- 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 0,9 retenu correspond au bêta sectoriel des services médicaux (source Damodaran).
- La prime de risque de marché retenue, soit 6,0%, est déterminée de manière indépendante par Oddo Securities.

Le coût moyen pondéré du capital, assimilé au coût des fonds propres dans la mesure où la Société aura remboursé sa dette (y compris celle levée dans le cadre de l'OPRA) à horizon 2016, ressort ainsi à 9,0%.

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par actualisation à perpétuité d'un flux de trésorerie normatif croissant de 2,0% à long terme, la valeur d'entreprise de LVL Médical ressort à 260,5 M€, soit une valeur des capitaux propres de 213,7 M€ ou 17,9 € par action. Le Prix de l'OPRA induit ainsi une prime de 12,0% sur la valeur centrale obtenue par la méthode DCF.

En introduisant une sensibilité de +/- 0,25% sur le coût moyen pondéré du capital et de +/- 0,25% sur la croissance à l'infini, la valeur par action LVL Médical s'établit dans une fourchette de 16,6 € à 19,3 €, soit une prime de 3,8% à 20,2% induite par le Prix de l'OPRA.

1.3 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'OPRA

Méthodes retenues	Valorisation par action (€) induite	Prime induite par le Prix de l'OPRA
Analyse du cours de bourse		
Cours spot (15/02/2011)	14.60	37.0%
CMP 20 jours	14.75	35.6%
CMP 60 jours	15.03	33.0%
CMP 120 jours	15.95	25.4%
CMP 250 jours	15.58	28.3%
Objectifs de cours des analystes de recherche		
Objectif moyen	16.6	20.2%
Méthode des comparables boursiers		
VE/EBITDA 2011e	13.7	45.8%
VE/EBITDA 2012e	14.9	34.3%
VE/EBIT 2011e	12.9	55.4%
VE/EBIT 2012e	13.6	47.2%
Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société		
Transaction Amber/JCL et Amber/LVL	13.0	53.8%
Transaction Amber/Malakoff Médéric	14.0	42.9%
OPAS de la Société sur 6% de son capital	20.0	-
Méthode des transactions comparables		
Multiple VE/CA moyen	13.6	46.7%
Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)		
Valeur centrale	17.9	12.0%
Borne basse	16.6	20.2%
Borne haute	19.3	3.8%

2. Éléments d'appréciation du Prix de l'OPAS sur les BSAAR LVL Médical

2.1 Rappel des modalités relatives aux BSAAR

Les BSAAR de LVL Médical ont été détachés dans le cadre de l'émission, en juin 2008, d'obligations à bons de souscription et ou d'acquisition d'actions remboursables à maturité cinq ans. Le lecteur pourra se référer au prospectus ayant reçu de l'AMF le visa n°08-084 en date du 14 mai 2008.

Le prix proposé aux porteurs de BSAAR dans le cadre de l'OPAS est égal à 3,80 € par BSAAR.

Chacune des 60 000 obligations d'un nominal de 1 000 € a détaché 30 BSAAR, soit un total de 1 800 000 BSAAR donnant lieu potentiellement à l'émission d'un maximum de 1 800 000 actions de la Société (soit 13,9% du capital de la Société à la date de l'émission). A la date du présent document, il reste 1 799 940 BSAAR en circulation.

Principales caractéristiques des BSAAR	
Code ISIN	FR0010617027
Prix d'Exercice	21,88 euros
Parité d'Exercice	1 action nouvelle portant jouissance courante pour 1 BSAAR
Durée	7 ans
Période d'exercice	A tout moment, du 14 juin 2010 au 13 juin 2015 inclus
Échéance	Le 13 juin 2015
Remboursement anticipé à 0,01 €	Au gré de la Société, à compter du 13 juin 2013 jusqu'au 13 juin 2015, si le produit du cours de l'action et de la Parité d'Exercice excède 140 % du Prix d'Exercice, soit 30,63 euros.
Nombre d'actions susceptibles d'être émises par exercice de la totalité des BSAAR	Sous réserve d'ajustements éventuels, 1 800 000 BSAAR donneraient lieu à l'émission d'autant d'actions représentant 13,9% du capital et 10,9% des droits de vote de la Société sur la base du nombre d'actions composant le capital social à la date de la présente Note d'Opération.
Rachat des BSAAR au gré de la Société en bourse ou hors bourse ou par offre publique	A tout moment à compter de leur admission sur le marché Euronext Paris, sans limitation de prix ni de quantité par des offres publiques d'achat ou d'échange des BSAAR ou de toute autre manière.
Incessibilité des BSAAR	Les BSAAR ne pourront pas être cédés par leurs titulaires pendant une période de deux ans à compter du lendemain de leur émission, soit jusqu'au 13 juin 2010 inclus. Par exception, les BSAAR deviendront cessibles en cas d'offre publique sur les actions de la Société ou en cas de rachat des BSAAR par la Société.
Cotation des BSAAR	Les BSAAR seront admis aux négociations sur le marché Euronext Paris ou sur tout autre marché sur lequel la Société sera cotée à compter du 14 juin 2010.

2.2 Evaluation théorique des BSAAR

La valeur théorique des BSAAR présentée ci-dessous est issue d'un outil d'évaluation fondé sur le modèle binomial de Cox-Ross-Rubinstein.

Les hypothèses suivantes ont été retenues pour les BSAAR :

- Cours de référence correspondant au Prix de l'OPRA de 20 € ;
- Taux de distribution de 1,0% cohérent avec la quasi-absence de dividendes par le passé ;
- Taux de prêt / emprunt de titres de 2,5% ;
- Volatilité de 32,0% pour les BSAAR, correspondant aux données historiques sur une période équivalente aux durées d'exercice à courir pour les BSAAR, de l'ordre de 4,2 ans, après prise en compte d'une correction au titre de la période 2008-2009, particulièrement volatile.

Compte tenu de ces hypothèses et des modalités relatives aux BSAAR, la valeur du BSAAR ressort à 3,71 €, d'où une prime de 2,4% extériorisée par le Prix de l'OPAS.

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément à la réglementation applicable (article 231-19-3° du règlement général de l'AMF et article 3-3° de l'instruction AMF n°2006-07 du 25 juillet 2006), la Société a décidé de préserver la confidentialité de certaines informations figurant dans le rapport de l'expert indépendant.

Dans la perspective du lancement concomitant d'une Offre Publique de Rachat d'Actions (« OPRA ») sur ses propres titres et d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée (« OPAS ») sur des Bons de Souscription ou d'Acquisition d'Actions Remboursables (« BSAAR »), le conseil d'administration de LVL Médical Groupe (la « Société ») a désigné Sorgem Evaluation, représenté par M. Maurice Nussenbaum, en qualité d'expert indépendant, au cours de sa séance du 13 janvier 2011.

Cette désignation et le présent rapport s'inscrivent dans le cadre de l'article 261-1 I du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») qui stipule que « *la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration (...) de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre* ».

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

L'OPRA et l'OPAS sont désignés ci-après comme « l'Offre ».

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation des modalités de l'Offre

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 et dont le numéro d'identification est le 352 497 465 RCS Lyon, envisage de réaliser l'Offre suivante :

- une OPRA portant sur un **nombre maximum de 1.785.000 de ses propres actions au prix unitaire de 20 €**, en vue de leur annulation ;
- une OPAS sur la **totalité de ses 1.799.940 BSAAR** encore en circulation **au prix de 3,80 €** par BSAAR.

2. Présentation des motifs de l'Offre

En septembre 2010, la Société a réalisé une offre publique d'achat simplifiée, dans le cadre de son programme de rachat d'actions, portant sur un nombre maximum de 698.759 actions au prix de 20 € par action (« la précédente Opération »).

Cette offre répondait à un triple objectif :

- 1/ envoyer un signal au marché concernant la valeur de la Société en proposant d'acquérir un volume significatif de titres à un prix supérieur au cours de bourse ;

- 2/ obtenir une revalorisation du cours de bourse, grâce à ce signal envoyé au marché, de telle manière à pouvoir refinancer, en temps voulu, l'endettement de la Société¹¹ par une opération de marché ;
- 3/ offrir une fenêtre de liquidité aux actionnaires de la Société.

Cette opération a rencontré un grand succès auprès des actionnaires, dans la mesure où **3.066.420 actions ont été apportées**, soit plus de quatre fois le nombre maximum de titres visés. Cependant, son impact sur le cours a été limité dans la mesure où celui-ci a chuté autour de 16 € après la clôture de l'opération¹², et autour de 14 € après l'annonce des résultats annuels mi-décembre 2010¹³ (cf. infra), soit un niveau très inférieur au prix de l'offre.

Dans ce contexte, les dirigeants de la Société indiquent avoir « *décidé de refinancer [l]es Obligations par le biais d'un endettement bancaire permettant de rembourser de manière anticipée les Obligations en juin 2011* » et « *obtenu qu'une partie du financement soit dédié au rachat d'actions en vue de leur annulation, par le biais de la présente OPRA* » de manière à répondre « *à l'appétit du marché et des actionnaires minoritaires pour obtenir une liquidité sur le titre LVL Médical* ».

Par ailleurs, ils estiment qu'« *il est dans l'intérêt des actionnaires (qu'ils apportent ou non leurs titres à l'Offre) que la Société finance une offre de rachat par le biais d'un endettement bancaire et de l'utilisation d'une partie de sa trésorerie* » et que l'Offre « *constitue une opportunité pour l'ensemble des actionnaires de réaliser tout ou partie de leur investissement, en fonction de leur propre stratégie vis-à-vis de la Société, du cours de bourse actuel et de ses perspectives à court et moyen terme, et permettra aux actionnaires qui continueront d'accompagner la Société dans la poursuite de son développement, d'obtenir un effet relatif sur le bénéfice net par action* ».

3. Présentation des intentions exprimées par les actionnaires de la Société

Les intentions exprimées par les actionnaires peuvent être résumées comme suit.

Le groupe familial Lavorel a indiqué qu'il n'apporterait pas ses actions à l'OPRA à l'exception d'une partie des actions issues de l'exercice des stock-options détenues par MM. Stanislas et Jean-Claude Lavorel. Ainsi, ceux-ci entendent apporter à l'Offre respectivement 270.000 actions (issues de l'exercice de 300.000 stock-options) et 180.000 actions (issues de l'exercice de 400.000 stock-options).

Parallèlement à l'OPAS, 708.400 nouvelles actions seront créées par conversion de stock-options détenues par MM. Stanislas et Jean-Claude Lavorel.

La famille Haby a fait part de son intention d'apporter 60.000 actions à l'OPRA.

Le groupe Malakoff Médéric s'est engagé à n'apporter aucun titre.

Le groupe familial Lavorel, la famille Haby et le groupe Malakoff Médéric sont désignés collectivement dans la suite du rapport comme « les Actionnaires de référence ».

Les membres du concert Lavorel / Haby détenant des BSAAR ont fait part de leur intention de les apporter en totalité à l'OPAS.

4. Présentation de l'incidence de l'Offre sur la situation financière de la Société et sur la situation des actionnaires

¹¹ En particulier, les obligations émises à l'occasion de l'opération sur les OBSAAR (les « Obligations »).

¹² Entre le 11 octobre 2010, jour de clôture de la précédente Opération, et le 13 octobre 2010 le cours chute de 18,50 € à 16,50 €.

¹³ Entre le 15 décembre 2010, jour de l'annonce des résultats, et le 20 décembre 2010, le cours chute de 15,95 € à 14,36 €.

L'Offre va avoir une incidence sur la situation financière de la Société (4.1.) et sur la situation des actionnaires en termes de taille du flottant et de liquidité du titre (4.2.).

4.1. Incidence sur la situation financière de la Société

L'Offre et la conversion par MM. Jean-Claude et Stanislas Lavorel d'une partie de leurs stock-options vont avoir un impact sur la situation financière de la Société.

Tout d'abord, l'Offre et la conversion des stock-options vont entraîner un décaissement pour la Société qui peut être estimé à 35,8 M€¹⁴, hors frais, en cas de réussite à 100 % de l'Offre.

L'impact de l'Offre et de la conversion des stock-options va être légèrement plus élevé sur le montant des capitaux propres (37,5 M€), compte tenu du remboursement anticipé des Obligations¹⁵.

De ce fait, le montant des capitaux propres part du groupe de la Société va être réduit de 55,2 M€ à 17,6 M€, soit de 5,15 € par action à 1,82 € par action, tandis que le montant de la dette financière nette va augmenter de 49,3 M€ à 87,5 M€, soit de 1,5 fois à 2,6 fois l'EBITDA 2010.

A cet égard, il convient de noter que la marge de crédit sur les Obligations était d'environ 1,0 % tandis qu'elle est d'environ 2,0 %¹⁶ dans le cadre du refinancement bancaire, cet écart s'expliquant, notamment, par l'évolution des marchés du crédit.

Par ailleurs, l'Offre et la conversion des stock-options vont avoir un effet relatif dans la mesure où l'accroissement de la charge financière, liée au financement de l'Offre et à l'augmentation de la marge de crédit payée, va être plus que compensée par la baisse du nombre de titres en circulation. Nous estimons que cet effet relatif aurait conduit à une augmentation du bénéfice par action 2010 de 1,062 € à 1,113 €¹⁷.

Les données relatives à l'impact financier de l'Offre et de la conversion des stock-options sur la situation financière de la Société sont résumées dans le tableau ci-dessous :

	30/09/10	Impact Offre et conversion	Après Offre et conversion
Capitaux propres Pdg	55,2	-37,5	17,6
Nombre d'actions	10 706 135 ¹⁸	-1 076 600 ¹⁹	9 629 535
Capitaux propres par action	5,15		1,82
BPA base exercice 2010	1,062		1,113

¹⁴ Sur la base de l'apport de 1.785.000 actions à l'OPRA (coût de 35,7 M€) et de la totalité des BSAAR à l'OPAS (coût de 6,8 M€) et d'une conversion de 700.000 stock-options à un prix d'exercice de 9,566 € (produit de 6,7 M€).

¹⁵ Les Obligations apparaissent au passif de la Société pour un montant de 57,718 M€, en application de la méthode du taux d'intérêt effectif, tandis que leur valeur nominale est de 60,0 M€ et le montant des impôts différés au passif de 0,524 M€ (60,0 M€ - 57,718 M€ - 0,524 M€ = 1,758 M€).

¹⁶ Spread moyen des différentes tranches pour un ratio « dette financière nette / excédent brut d'exploitation » compris entre 2,0 et 2,5

¹⁷ Ce calcul a été fait sur la base du résultat 2010 retraité pour tenir compte de la charge d'intérêt qui aurait été payée avec le niveau de dette résultant de l'Offre et sur la base du nombre de titres suite à l'Offre.

¹⁸ Nombre d'actions formant le capital au 30/09/10 minoré du nombre d'actions détenues en autocontrôle à la même date et du nombre d'actions achetées dans le cadre de la précédente Opération.

¹⁹ 1.785.000 (nombres de titres visés par l'OPRA) – 708.400 (nombre d'actions créées suite à l'exercice des stock-options)

Dette financière nette (cf. infra)	49,3	38,1 ²⁰	87,5
x EBITDA 2010	1,5		2,6

Sur la base des éléments cités précédemment, nous constatons que l'Offre et la conversion des stock-options auront un effet relatif sur le bénéfice par action de la Société et permettront une optimisation de sa structure financière par l'accroissement du levier financier.

Cet accroissement du levier financier paraît raisonnable au regard de la capacité bénéficiaire historique de la Société, des prévisions d'activité du management, et du calendrier de remboursement négocié.

4.2. Incidence sur la situation des actionnaires en termes de taille du flottant et de liquidité du titre

L'Offre et la conversion par MM. Jean-Claude et Stanislas Lavorel d'une partie de leurs stock-options conduiront à un renforcement des Actionnaires de référence dans le capital de la Société et par une diminution du flottant et donc de la liquidité du titre LVL Médical.

Le tableau ci-dessous présente l'évolution de l'actionnariat de la Société sur la base de la répartition du capital au 31 mars 2011 et en faisant l'hypothèse que les actionnaires minoritaires apporteront 2.000.000 de titres à l'Offre²¹ :

Répartition du capital	Au 30/09/10		Après Offre et conversion	
	En actions	En % capital	En actions	En % capital
Famille Lavorel	5 314 326	45,63%	5 693 615	53,87%
Famille Haby	373 195	3,20%	313 195	2,96%
Malakoff	1 537 704	13,20%	1 537 704	14,55%
Total actionnaires de référence	7 225 225	62,04%	7 544 514	78,4%
Autodétention	944 828	8,11%	948 128	8,97%
Flottant	3 475 930	29,85%	2 076 741	19,65%
	11 645		10 569	
Total	983	100,0%	383	100,0%

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

1. Présentation de Sorgem Evaluation

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

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

Au cours des douze derniers mois, SORGEM EVALUATION a réalisé une expertise indépendante dans le cadre de l'émission de BSAAR par la société CAST.

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

²⁰ L'impact de l'Offre et de la conversion des stock-options est légèrement différent sur les capitaux propres et sur la dette financière nette du fait de la reprise d'impôts différés passifs en capitaux propres.

²¹ Ce tableau a été construit en faisant l'hypothèse que les actionnaires minoritaires apportaient à l'OPRA un nombre de titres égal à celui apporté mais non racheté dans le cadre de la précédente Opération.

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice NUSSENBAUM, Associé fondateur et président de SORGEM EVALUATION. Ce dernier est diplômé de HEC, Agrégé des Facultés de droit et de sciences économiques, professeur à l'Université Paris Dauphine et directeur du Master 225 de Finance d'Entreprise et d'Ingénierie Financière, expert financier agréé par la Cour de Cassation.
- Teddy GUERINEAU, directeur de mission, diplômé en finances de l'Université de Paris Dauphine, disposant d'une expérience professionnelle de plus de dix ans dans le domaine de l'évaluation financière.
- deux consultants disposant d'une expérience de 1 an dans le domaine du conseil financier.

Ce rapport a été revu par Claire KARSENTI, Associée de SORGEM EVALUATION. Cette dernière est diplômée de l'EM Lyon et de l'Université de Paris Dauphine, expert près la Cour d'Appel de PARIS.

3. Déclaration d'indépendance

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

III. PRESENTATION DE LVL MEDICAL

1. Présentation des activités de LVL Médical

La Société a été créée en 1989 par M. Jean-Claude Lavorel peu après l'ouverture du marché de l'assistance respiratoire à domicile au secteur privé.

La Société exerce son activité en France et en Allemagne.

En France, elle prend en charge des patients dont la maladie nécessite un traitement à domicile dans les domaines de l'assistance respiratoire et la PNI (Perfusion, en cas de chimiothérapie, antibiothérapie, traitement de la douleur..., Nutrition entérale, Insulinothérapie).

La croissance de ces marchés est soutenue à la fois par :

- **des facteurs démographiques** avec l'allongement de la durée de la vie qui a pour corollaire le développement des pathologies nécessitant un maintien à domicile ;
- **des facteurs sociologiques** car il y a une forte demande des patients pour être traités à leur domicile ;
- **des facteurs économiques** car le coût de traitement d'un patient à domicile peut être inférieur dans une proportion de 3 à 10 fois au coût de traitement à l'hôpital ;
- **des facteurs liés à l'innovation** car l'éventail des pathologies traitées dans le cadre d'une assistance médicale à domicile s'élargit.

La croissance des dépenses engagées dans le maintien à domicile conduit les pouvoirs publics à de plus en plus de vigilance sur le prix de ces prestations. Dans un premier temps, une baisse des prix peut être favorable aux acteurs comme LVL Médical qui sont susceptibles de disposer d'économies d'échelle face à des concurrents plus petits et moins organisés. A terme, cette tendance est susceptible de peser sur la rentabilité.

En Allemagne, la Société a développé via sa filiale Bonitas, notamment grâce à une politique de croissance externe dynamique, une importante activité dans le domaine des soins ambulatoires (environ 20 % de l'activité) et dans la prise en charge des patients en soins intensifs (environ 80 % de l'activité).

La prise en charge des patients en soins intensifs peut se dérouler soit au domicile des patients soit dans des structures dédiées gérées par LVL Médical. Dans ce dernier cas, l'ensemble des investissements relatifs à la mise en place de la structure de soins sont pris en charge par les caisses. C'est pourquoi les activités allemandes de la Société sont très peu capitalistiques.

Les activités allemandes de la Société bénéficient des mêmes tendances positives que les activités françaises du fait du vieillissement de la population et de la volonté de maîtrise des dépenses publiques qui tendent à développer le maintien à domicile au détriment de l'hospitalisation.

2. Présentation des performances historiques de LVL Médical

Les performances historiques de la Société en termes de résultats sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Performances historiques de la Société en termes de résultats sur la période 2005 / 2010

En M€	30/09/05	30/09/06	30/09/07	30/09/08	30/09/09	30/09/10	TCAM ²²
France							
Chiffre d'affaires	62,8	64,0	71,3	80,0	86,5	96,2	
Croissance		2,0%	11,4%	12,2%	8,1%	11,2%	8,9%
ROC ²³ hors stock-options	8,7	10,0	12,0	10,7	13,9	15,9	
Marge	13,9%	15,7%	16,8%	13,3%	16,1%	16,5%	15,4%
Allemagne							
Chiffre d'affaires	14,3	18,3	25,6	34,5	49,6	58,9	
Croissance		28,2%	40,3%	34,6%	43,8%	18,7%	32,8%
ROC hors stock-options	1,9	2,2	3,1	3,3	4,8	4,9	
Marge	13,1%	12,0%	12,2%	9,5%	9,6%	8,3%	10,8%
Groupe							
Chiffre d'affaires	77,0	82,3	97,0	114,5	136,1	155,1	
Croissance		6,9%	17,8%	18,1%	18,9%	14,0%	15,0%
ROC yc stock-options	10,6	12,2	14,2	12,3	17,1	19,5	
Marge	13,7%	14,8%	14,7%	10,7%	12,6%	12,6%	13,2%
Résultat opérationnel	8,6	13,2	14,6	10,1	17,1	19,5	
Marge opérationnelle	11,2%	16,1%	15,1%	8,8%	12,5%	12,6%	12,7%

La Société, qui a connu un développement continu et important depuis sa création, a souffert en 2003 d'une crise de croissance, conjuguée à une crise financière, qui l'a conduit à engager un vaste plan de restructuration.

Ce plan de restructuration a permis à la Société de retrouver à partir de 2005 ses niveaux de profitabilité historique, et à partir de 2006 une croissance organique soutenue.

Par ailleurs, la mise en œuvre en 2006-2007 de la clause de forçage des obligations convertibles émises par la Société a permis à celle-ci de retrouver des marges de manœuvre financière qui ont débouché sur une politique de croissance externe soutenue en Allemagne, en particulier sur les exercices 2009 et 2010.

²² TCAM : taux de croissance annuel moyen

²³ ROC : résultat opérationnel courant

Ainsi, on constate sur les 6 dernières années (2005 / 2010) que :

- les activités françaises ont connu une croissance organique soutenue (+ 8,9% de taux de croissance annuel moyen) couplée avec un niveau de marge opérationnelle moyen de 15,4 % ;
- les activités allemandes ont enregistré une croissance très importante (+ 32,8 %), qui s'explique notamment par la politique de croissance externe menée, avec un niveau de marge opérationnelle moyen de 10,8 % en décroissance régulière cependant depuis 2005 ;
- le groupe a généré une marge opérationnelle moyenne de 12,7 % dont le niveau est tiré vers le bas par le fort développement des activités en Allemagne, structurellement moins rentables que les activités françaises.

Bien que le modèle économique de la Société offre, a priori, une forte visibilité (fidélité des patients, prix fixés par les pouvoirs publics, maîtrise des postes des charges dont une part importante est fixe), il existe cependant des sources de volatilité qui ont fait que les résultats obtenus ont pu décevoir les investisseurs dans le passé : lors de la crise de croissance des années 2002 / 2003, lors de l'exercice 2008 où la marge opérationnelle a baissé de plus de 6 points, et enfin lors de l'exercice 2010 où les résultats ont été en deçà des attentes des analystes (cf. infra).

Le tableau ci-dessous présente l'évolution des équilibres bilanciaux de la Société et de sa structure financière :

En M€	30/09/05	30/09/06	30/09/07	30/09/08	30/09/09	30/09/10	Moyenne
Immo. d'exploitaiton	19,0	19,8	24,5	28,1	30,9	34,8	
BFR	0,2	-0,2	-0,8	2,8	-1,7	6,5	
Capitaux employés	19,2	19,6	23,8	30,9	29,3	41,3	
en % du chiffre d'affaires	24,9%	23,8%	24,5%	26,9%	21,5%	26,6%	24,7%
Actif économique (yc goodwill)	42,6	43,3	49,8	57,0	69,3	91,4	
Capitaux propres	2,1	7,7	42,3	51,1	49,3	55,9	
Dette financière nette (DFN)	40,5	35,6	7,6	5,9	20,0	35,4	
Capital financier	42,6	43,3	49,8	57,0	69,3	91,3	
Ratio DFN / EBITDA	2,1	1,8	0,3	0,2	0,7	1,1	
ROCE (hors goodwill) après impôts	30,0%	45,1%	41,0%	21,7%	38,9%	31,4%	34,7%
ROCE (yc goodwill) après impôts	20,3%	30,6%	29,4%	17,7%	24,6%	21,3%	24,0%

L'analyse de la structure bilanciale de la Société sur les 6 derniers exercices montre que l'intensité capitalistique, mesurée en rapportant les capitaux employés au chiffre d'affaires, est relativement modérée et stable dans le temps (24,7 % du chiffre d'affaires en moyenne), alors que l'actif économique a plus que doublé, de 42,6 M€ à 91,4 M€, du fait du développement de l'activité mais aussi de la politique de croissance externe.

Le financement de la croissance organique et externe de la Société a été menée en conservant un niveau d'endettement modéré sur la période 2005 / 2010 (ratio DFN / EBITDA compris entre 0,2 et 2,1), ce qui illustre la capacité de son modèle économique à générer des liquidités susceptibles d'être redistribuées à ces actionnaires, notamment au travers du rachat d'actions.

Le niveau des marges générées par l'activité couplé à une intensité capitalistique modérée permet à la Société de générer une rentabilité économique²⁴ importante (34,7 % en moyenne sur la période 2005 / 2010). Si l'on prend en compte le montant du goodwill inscrit au bilan de la Société, la rentabilité économique demeure à un niveau significatif (entre 17,7 % et 30,6 %) et supérieur à son coût du capital.

3. Synthèse

La Société est positionnée sur des activités qui ont connu sur les dernières années une croissance significative. Cette croissance devrait perdurer pendant les prochaines années du fait de facteurs démographiques (vieillesse de la population), sociologiques (préférence des patients pour le maintien à domicile), technologiques (développement des soins pouvant être effectués à domicile) et économiques (coûts moins importants à domicile qu'à l'hôpital).

Par ailleurs, le modèle économique de la Société génère une rentabilité importante (en moyenne 12,7 % sur les 6 dernières années) à partir d'un volume de capitaux employés modéré, ce qui permet d'obtenir une forte rentabilité économique.

Dans un contexte où les prix des actes de la Société sont fixés par des pouvoirs publics confrontés à la nécessité de maîtriser leurs déficits, le modèle économique de la Société fait face au risque que les pouvoirs publics augmentent la pression à la baisse sur les tarifs.

Enfin, il faut noter que le modèle de la Société offre, a priori, une bonne visibilité ce qui n'a pas empêché ces dernières années quelques déceptions sur les résultats.

IV. EVALUATION DES ACTIONS LVL MEDICAL

Afin d'apprécier l'équité du prix offert dans le cadre de l'OPRA, nous avons évalué la Société sur la base d'une approche multicritère qui nous a conduit à mettre en œuvre des méthodes d'évaluation (paragraphe 2. à 4.) ainsi que plusieurs références de valorisation (paragraphe 5. à 8.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.).

1. Méthodes d'évaluation et références écartées

1.1. Méthode de l'actualisation des dividendes

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

Dans le cas d'espèce, la Société n'a distribué, au cours des cinq dernières années, un dividende qu'au titre de son exercice clos le 30 septembre 2009. Cette distribution ne sera pas renouvelée pour l'exercice clos le 30 septembre 2010, compte tenu de l'importante politique de rachat d'actions mise en œuvre, qui constitue une autre modalité de retour des résultats aux actionnaires.

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

1.2. Méthode de l'actif net réévalué

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

²⁴ Mesurée à partir du ROCE (hors goodwill) après impôts

Or, les principaux éléments d'actifs à réévaluer, et en particulier les actifs incorporels, ne peuvent être estimés qu'à partir des prévisions établies par la Société.

Dans le cas d'espèce, la mise en œuvre de cette méthode serait redondante avec la méthode des flux de trésorerie.

1.3. Référence à l'actif net comptable

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

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

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

2. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie

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

Cette méthode requiert de déterminer les paramètres suivants :

- les résultats prévisionnels (2.1.) ;
- les investissements et le besoin en fonds de roulement (2.2.) ;
- le taux d'actualisation (2.3.) ;
- les hypothèses de calcul de la valeur terminale (2.4.) ;
- les éléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des titres (2.5.) ;
- le nombre d'actions (2.6.).

2.1. Analyse des résultats prévisionnels de la Société

Le management de la Société a réalisé un plan d'affaire sur la période 2011 / 2015 que nous avons analysé (2.1.1.). Compte tenu du niveau de croissance encore attendu à la fin de la période explicite du management, nous avons extrapolé celui-ci sur une période complémentaire de 4 ans afin de faire converger la croissance et la marge opérationnelle vers des niveaux soutenables à long terme (2.1.2.).

2.1.1. Description du business plan communiqué par le management sur la période 2011 / 2015

Le management de la Société a réalisé un business plan sur la période 2011 / 2015 qu'elle a prolongé sur une période de deux ans, à la demande des banques ayant mis en place le refinancement bancaire.

Cette période de prévision supplémentaire a été construite à partir d'un taux de croissance et d'un taux de marge opérationnelle proches de ceux que l'on peut attendre à long terme, mais sans retenir de transition par rapport à la forte croissance de la période 2011 / 2015. C'est pourquoi nous avons construit notre propre période de transition entre les hypothèses de la période explicite du management et des hypothèses de long terme (2.1.2.).

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

- une croissance ^[25] du chiffre d'affaires ^[26] n'intégrant pas de nouvelles acquisitions ;

²⁵ Mention retirée à la demande de la Société

²⁶ Mention retirée à la demande de la Société

- une marge opérationnelle du groupe en progression [²⁷] en 2015 principalement du fait d'un retour à un niveau normatif des provisions pour dépréciation des créances clients et de la disparition des charges pour stock-options ;
- une stabilité de l'intensité capitalistique de l'activité.

Compte tenu de ces éléments, la rentabilité des capitaux employés (hors goodwill) augmente à 38,2 % en 2015.

Ce plan d'affaires est légèrement en retrait par rapport à celui présenté lors de l'Offre précédente, du fait, principalement, des ajustements effectués pour prendre en compte le décalage constaté avec les réalisations de l'année 2010 et l'échec d'une opération d'acquisition prévue à l'époque.

Bien que moins ambitieuses par rapport à la précédente Opération, les hypothèses retenues apparaissent volontaristes dans la mesure où :

- il est retenu un taux de croissance des activités françaises supérieur à celui enregistré sur les cinq dernières années [²⁸] ;
- il n'est pas tenu compte de manière explicite d'une baisse des prix des prestations réalisées alors qu'à contrario il est pris en compte une amélioration de la marge sur coûts directs des différentes activités grâce à la mise en œuvre d'une politique d'achat centralisée ;
- les prévisions de la direction apparaissent supérieures aux hypothèses retenues par les analystes financiers sur les années 2011 et 2012 tant en termes de chiffre d'affaires que d'activité.

2.1.2. Description de la période complémentaire de prévisions

Les prévisions établies par le management de la Société tiennent compte pour l'année 2015 d'un niveau de croissance important [²⁹] et ne tiennent pas compte de manière explicite de la pression tarifaire qui pourrait être exercée par les pouvoirs publics.

C'est pourquoi, il nous est apparu nécessaire de tenir compte d'une période de prévision complémentaire de 4 ans (2016 / 2019) permettant de faire décroître linéairement :

- le taux de croissance du chiffre d'affaires vers un taux de long terme de 1,5 % ;
- le taux de marge opérationnelle vers un taux de 12,0 % légèrement inférieur à celui constaté sur la période 2005 / 2010 (12,6 %) ce qui permet de tenir compte à la fois de l'augmentation du poids des activités allemandes moins profitables et des conséquences d'un accroissement des pressions tarifaires des pouvoirs publics.

On peut noter que nos prévisions nous conduisent à retenir pour les années 2016 et 2017 un chiffre d'affaires et un résultat opérationnel supérieurs à ceux apparaissant dans l'extrapolation effectuée à la demande des banques.

2.2. Analyse des investissements et du besoin en fonds de roulement

Les hypothèses retenues par le management en matière d'investissements et d'évolution du fonds de roulement apparaissent cohérentes par rapport au développement prévu de l'activité et par rapport à l'historique.

²⁷ Mention retirée à la demande de la Société

²⁸ Mention retirée à la demande de la Société

²⁹ Mention retirée à la demande de la Société

Nous avons retenu le niveau d'intensité capitalistique prévu fin 2015 pour calculer l'investissement net et la variation du besoin en fonds de roulement de notre période de prévision complémentaire.

2.3. Détermination du taux d'actualisation

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

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

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

Avec :

k : taux sur fonds propres

i : taux sur la dette

t : taux de l'impôt sur les sociétés

C : valeur de marché des fonds propres

D : valeur de marché de la dette

2.3.1. Détermination de la structure financière normative

La structure financière instantanée, c'est-à-dire celle constatée à la date d'une évaluation ou à la date du dernier exercice clos, ne correspond que rarement à la structure financière normative d'une société. En particulier, lorsqu'une société est dans une situation de trésorerie nette positive ou de faible endettement, cette structure peut évoluer et être optimisée par la distribution de dividendes, les opérations de rachat d'actions, la politique de croissance externe ou enfin une opération de LBO.

De ce fait, il nous paraît plus pertinent de retenir la structure financière cohérente avec celle constatée sur les entreprises comparables. Le tableau suivant permet de constater que la dette financière nette représente environ 20% de la valeur de marché des fonds propres (médiane).

	DFN / CP	Bêta Equity	Bêta Actif
Bastide	29,9%	0,65	0,54
Lincare	13,5%	0,61	0,56
Almost	-13,3%	1,20	1,30
Gentiva	111,8%	1,04	0,62
Moyenne	35,5%	0,87	0,76
Médiane	21,7%	0,84	0,59

Sources : rapports annuels, Bloomberg (données hebdomadaires)

Nous retiendrons donc une structure financière normative composée à 80 % de fonds propres et 20 % dettes.

2.3.2. Détermination du taux sur fonds propres

Nous avons déterminé le taux sur fonds propres en utilisant le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (« MEDAF ») ajusté d'une prime de taille. En effet, les études empiriques montrent que le MEDAF ne reflète pas le rendement supplémentaire exigé par les investisseurs pour les sociétés de plus petite taille, ce

rendement supplémentaire étant la contrepartie d'une plus faible liquidité et d'une sensibilité aux évolutions de la conjoncture économique plus forte que pour les sociétés de grande taille.

2.3.3. Choix de la prime de risque de marché

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

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

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

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

A ce titre, nous retenons une prime de risque de 5,0 % sur le marché français, déterminée notamment à partir des travaux de Dimson³⁰.

2.3.4. Détermination des autres paramètres nécessaires au calcul du taux d'actualisation

Nous avons retenu les paramètres complémentaires suivants :

- un taux sans risque de 3,64 % correspondant au taux des OAT à 10 ans du 25 mars 2011 ;
- un bêta d'actif de 0,64 ;

Ce bêta correspond à la moyenne du bêta de LVL (soit 0,68) et de notre échantillon (soit 0,59)

- une prime de taille de 3,7 % correspondant à une décote d'un quart sur la prime de taille moyenne déterminée par Ibbotson (source : étude 2010 d'Ibbotson sur les primes de taille). En effet, tout en reconnaissant l'existence d'une prime de taille, de nombreux travaux académiques concluent également qu'elle a eu tendance à se réduire. Ainsi, la prime historique déterminée par Ibbotson nous paraît surévaluée pour en déduire une prime attendue ;
- un spread de 2,0% appliqué sur le taux des OAT pour le calcul du coût de la dette et déterminé à partir des marges des différentes tranches du refinancement bancaire obtenue par la Société.

En utilisant ces paramètres, nous obtenons pour la Société un taux sur fonds propres de **11,1 %** et un taux d'actualisation de **9,65 %**.

Une analyse de sensibilité a été effectuée avec un pas de +/- 0,25 %.

³⁰ Source : études d'Elroy Dimson, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006

2.4. Hypothèses de calcul de la valeur terminale

Nous avons calculé la valeur terminale en retenant un taux de croissance à long terme de 1,5 % et une marge opérationnelle de 12,0 % pour les raisons exposées ci-dessus.

Une analyse de sensibilité par rapport au taux de marge opérationnelle a été effectuée avec un pas de +/- 0,25 %.

2.5. De la valeur d'entreprise à la valeur des titres

2.5.1. Calcul de la dette financière nette

Le calcul de la dette financière nette de 49,3 M€ a été calculée à partir des éléments suivants :

- l'endettement financier apparaissant au bilan au 30/09/10 : 58,6 M€
- le coût de l'OPAS close en octobre 2010 : 14,0 M€
- les engagements envers le personnel : 0,2 M€
- les engagements de rachat des minoritaires : 1,9 M€
- la trésorerie au bilan au 30/09/10 : 24,0 M€
- les créances détenues sur les dirigeants : 0,4 M€
- la valeur des reports déficitaires inscrits au bilan : 1,0 M€

2.5.2. Autre élément à prendre en compte

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

- à ajouter à la valeur d'entreprise : le prix d'exercice des stock-options exercées par MM. Jean-Claude et Stanislas Lavorel (soit 6,7 M€) ;
- à soustraire de la valeur d'entreprise :
 - la valeur des BSAAR (6,8 M€ sur la base du prix proposé de 3,8 €)
 - la valeur des stock-options non exercées (3,5 M€³¹).
 - la différence entre la valeur nominale des Obligations remboursées par anticipation et leur valeur au bilan (2,2 M€).

2.5.3. Synthèse

L'ajustement à retenir pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des titres est donc de 55,3 M€ (49,3 M€ - 6,7 M€ + 6,8 M€ + 3,5 M€ + 2,2 M€).

2.6. Calcul du nombre de titres à retenir

Nous avons un nombre de titres LVL Médical de 11.414.535 correspondant au nombre d'actions formant le capital au 30 septembre 2010 (11.645.983), majoré du nombre d'actions résultat de l'exercice des stock-

³¹ Calculée à partir du modèle de Black & Scholes et de paramètres cohérents avec ceux retenus pour l'évaluation du BSAAR (cf. infra)

options (708.400), et minoré du nombre de titres détenus en autocontrôle à cette date (241.089) et du nombre de titres acquis dans le cadre de la précédente Opération (698.759).

2.7. Valeur de l'action LVL Médical déterminée par la méthode DCF

Sur la base des hypothèses définies ci-dessus, notre estimation de la valeur de l'action LVL Médical est de 20,15 €. Notre analyse de sensibilité fait ressortir une valeur de l'action comprise entre **18,99 € et 21,36 €**.

		Taux d'actualisation		
Taux de marge		9,40%	9,65%	9,90%
	11,75%	20,56	19,75	18,99
	12,00%	20,96	20,13	19,35
	12,25%	21,36	20,52	19,72

Le prix de 20 € proposé dans le cadre de l'OPRA est **supérieur de 5,3 % à la borne basse** de la fourchette obtenue par la méthode des DCF et **inférieur de 6,4 % à la borne haute**.

3. Méthode des multiples de sociétés comparables cotées

3.1. Principes

Nous avons estimé la valeur de l'action de la Société à partir d'une approche fondée sur les multiples de valorisation observées sur des sociétés exerçant principalement leur activité dans le domaine des services à domicile en privilégiant les sociétés ayant une activité importante dans le domaine de l'assistance respiratoire et de la PNI ou des soins infirmiers intensifs.

A ce titre, nous considérons que le multiple le plus pertinent est celui rapportant la valeur d'entreprise au résultat opérationnel dans la mesure où il est permet de tenir compte des différences d'intensité capitalistique entre les sociétés. Nous avons calculé ces ratios pour les exercices 2010, 2011 et 2012.

3.2. Présentation des sociétés retenues

A l'issue de notre analyse, un échantillon de quatre sociétés évoluant sur le domaine des soins à domicile ou de l'appareillage médical a été retenu :

- Bastide le Confort Medical est une société française qui réalise un tiers de son chiffre d'affaires dans l'appareillage de matériels d'assistance respiratoire et nutrition-perfusion, le solde provenant de la vente et de la location de matériels pour le maintien à domicile à destination des particuliers et des professionnels de la santé. Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires en 2010-2009 (clôture en juin) de 100 millions d'euros (exclusivement en France) et employait 801 personnes en 2009. Bastide dispose pour développer son activité d'un réseau d'agences et de franchisés.

La marge opérationnelle³² du groupe a augmenté de 4,9% en 2009 à 6,2 % en 2010.

- Lincare est une société américaine dont le chiffre d'affaires s'est élevé pour l'année 2010 à 1,669 milliards de dollars. Son activité réalisée exclusivement aux Etats-Unis se décompose à 87 % dans l'assistance respiratoire, 6 % dans la nutrition perfusion et 7 % dans les autres équipements médicaux. Le groupe est spécialisé dans la fourniture de services à domicile. Fin 2009, Lincare fournissait ainsi 750.000 patients à travers 46 Etats et 1.056 centres opérationnels.

La marge opérationnelle du groupe a progressé de 16,6 % en 2009 à 20,0 % en 2010.

³² Rapport entre le résultat opérationnel et le chiffre d'affaires.

- Almost Family est une société américaine spécialisée dans le service médical à domicile qui opère dans 11 Etats américains. Son chiffre d'affaires s'est élevé au cours de l'année 2010 à 297,9 millions de dollars. L'activité du groupe repose sur deux secteurs d'activité : l'intervention d'infirmières spécialisées au domicile des patients (environ 86% du chiffre d'affaires en 2009) et la fourniture d'une aide pour le maintien à domicile généralement dispensée par du personnel paramédical (environ 14% du chiffre d'affaires en 2009).

La marge opérationnelle du groupe s'est hissée de 14,1 % en 2009 à 15,5 % en 2010.

- Gentiva est une société américaine spécialisée dans la fourniture de soins médicaux à domicile. Le groupe réalise son activité à travers 481 localisations dans 41 Etats américains. Son chiffre d'affaires s'est élevé pour l'année 2010 à 1,447 milliards de dollars.

Le chiffre d'affaires de Gentiva se décompose en deux activités : les soins médicaux à domicile (environ 55% du chiffre d'affaires estimé 2011) et les soins palliatifs en unités spécialisées (environ 45% du chiffre d'affaires estimé 2011).

Les soins médicaux à domicile sont dispensés par du personnel médical qualifié, le groupe disposant notamment de programmes spécialisés en chirurgie des os, maladie chronique du cœur et des poumons ou encore maladies neurologiques. Les soins palliatifs concernent la prise en charge thérapeutique de personnes atteintes d'une maladie grave, évolutive ou terminale. Ils sont dispensés à travers 170 unités spécialisées réparties sur 30 Etats américains.

La marge opérationnelle du groupe a augmenté de 9,4 % en 2009 à 12,3 % en 2010.

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

	VE	CA 2010	CAGR	Résultat opérationnel / CA			VE / résultat opérationnel		
	(en M)	(en M)	10-12e	2010	2011e	2012e	2010	2011e	2012e
Bastide	89	100	7,9%	6,2%	7,3%	8,2%	14,4	11,3	9,3
Lincare	3 122	1 669	7,3%	20,0%	20,5%	21,3%	9,3	8,6	7,6
Almost Family	294	337	5,5%	15,5%	13,0%	12,3%	5,6	6,4	6,4
Gentiva	1 794	1 447	18,1%	12,3%	11,8%	11,7%	10,1	7,9	7,6
Moyenne			9,7%	13,5%	13,1%	13,4%	9,9	8,5	7,7
Médiane			7,6%	13,9%	12,4%	12,0%	9,7	8,2	7,6
LVL Médical (BP)			13,0%	12,6%	[³³]	[³⁴]			

3.3. Valeur de l'action LVL Médical déterminée par la méthode des multiples de sociétés comparables cotées

En appliquant les multiples observés sur notre échantillon de sociétés comparables aux agrégats qui ressortent du plan d'affaires de la Société, nous obtenons une valeur de l'action comprise **entre 11,8 € et 13,3 € [³⁵]**.

³³ Mention retirée à la demande de la Société

³⁴ Mention retirée à la demande de la Société

³⁵ Tableau détaillant le calcul de la valeur de l'action retiré à la demande de la Société

Le prix proposé dans le cadre de l'OPRA fait donc ressortir une **prime comprise entre 50,9 % et 69,9 %** par rapport à la valeur obtenue par cette méthode.

4. Méthode des transactions comparables

4.1. Principes

Nous avons estimé la valeur de l'action de la Société à partir d'une approche basée sur les multiples de valorisation observée sur des sociétés exerçant principalement leur activité dans le domaine de l'assistance respiratoire et de la PNI.

4.2. Transactions retenues

Le tableau ci-dessous présente les différentes transactions retenues pour la mise œuvre de la méthode des multiples de transaction (source : Epsylon Research, rapport annuel 2009 de Générale de Santé) :

Cible	Acquéreur	Date	Chiffre affaires en M€	Activités	VE / CA
Dinno Santé	Air liquide	01/02/10	16,1	Insulinothérapie	1,81x
Homeperf	Creadev	01/07/09	26,2	PNI	1,21x
Générale de Santé	Initiative pour la Santé	17/12/09	42,6	Respiratoire, PNI, soins infirmiers	1,037
Domicile					
Moyenne					1,35x

Compte tenu des informations disponibles sur les transactions que nous avons retenues et du fait que ces transactions sont effectuées avec l'objectif de porter la rentabilité des sociétés acquises à celles observées dans leur secteur d'activité, nous avons retenu le multiple « valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires de l'exercice clos précédant la transaction ».

4.3. Valeur de l'action LVL Médical déterminée par la méthode des multiples de transactions comparables

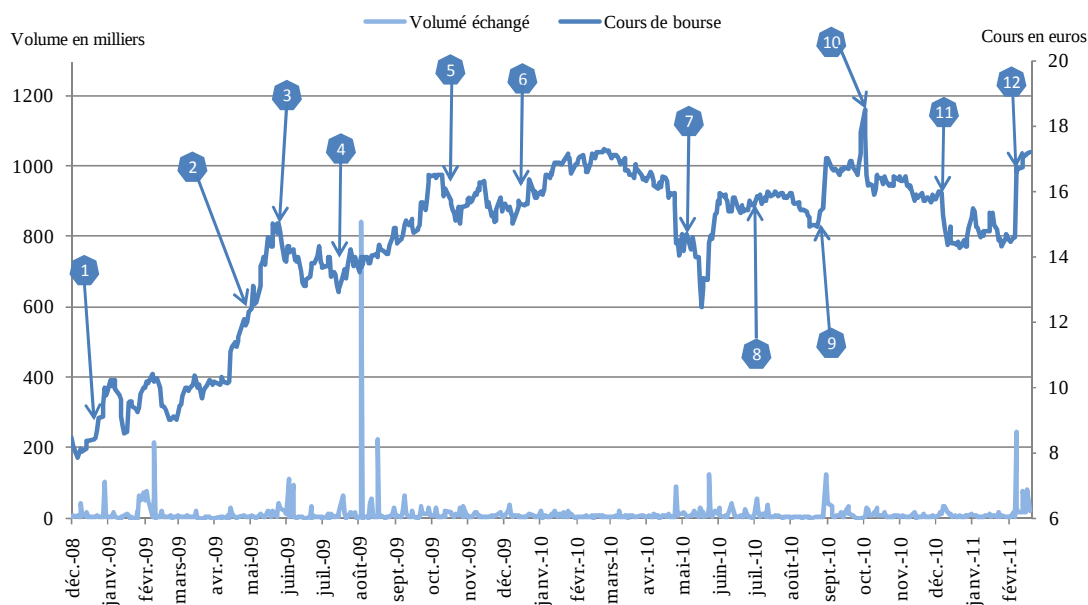
En appliquant le multiple de chiffre d'affaires de 1,35 constaté sur notre échantillon au chiffre d'affaires de la Société de son exercice 2010, nous obtenons une valeur de l'action de **13,54 €**.

Le prix proposé dans le cadre de l'OPRA fait donc ressortir une **prime de 47,7 %** par rapport à la valeur obtenue par cette méthode.

5. Référence au cours de bourse

La Société a été introduite en bourse en 1996 et ses actions sont aujourd'hui négociées sur le compartiment B d'Euronext Paris.

Evolution du cours de bourse et des volumes



Principaux évènements présentés sur le graphique d'évolution des cours

Renvois	Date	Evènements
1	17-déc-08	Résultat de l'exercice 2008 en net repli
2	23-avr-09	CA du 1er semestre en hausse de 17,3%
3	02-juin-09	Résultat semestriel 2009 en nette amélioration
4	24-juil-09	Cession de blocs d'Amber Master Fund
5	21-oct-09	Sortie du capital d'Amber Master Fund et entrée de Malakoff Mederic
6	15-déc-09	Résultat de l'exercice 2009 en forte hausse
7	31-mai-10	Résultat du 1er semestre 2010 en hausse de 56%
8	05-juil-10	Annonce de l'acquisition de 80% du capital de la société allemande Air Vital
9	07-sept-10	Annonce du projet d'offre public d'achat simplifiée à 20 euros
10	14-oct-10	Succès de l'offre public d'achat simplifiée
11	15-déc-10	Publication des comptes annuels, bénéfice inférieur aux attentes des analystes
12	15-févr-11	Annonce de l'Offre

Après avoir souffert dans le sillage de la faillite de Lehman Brothers, le titre LVL Médical a fortement progressé au cours du premier semestre de l'année 2009 et plus modérément sur la seconde partie de cette année. Au cours de l'année 2010, le parcours du titre a été plus chahuté avec :

- une forte baisse suite à la crise des dettes souveraines au mois de mai / juin et cela malgré la publication de résultats semestriels en progression ;
- une hausse du titre de 14,7 % suite à l'annonce du projet d'offre d'achat simplifié à 20 € par action ;
- une baisse progressive du titre vers 16 € après la clôture de l'offre ;
- une poursuite de la baisse du cours vers 14 € après la publication des résultats annuels.

L'annonce de l'Offre a profité à l'action LVL Médical qui a progressé de 14,7 % le lendemain de l'annonce de l'opération, le 16 février. Depuis, le cours du titre se traite dans une fourchette comprise entre 16,58 € et 17,80 €.

Le tableau ci-dessous présente les différentes moyennes de cours, calculées la veille du jour de l'annonce de l'Offre, ainsi que des indicateurs de liquidité du titre :

	1 mois	2 mois	3 mois	6 mois	1 an
Cours moyen pondéré par les volumes (euros)	14,8	14,8	15,1	15,9	15,6
Prime / décote par rapport au prix de l'offre	35,6%	34,8%	32,3%	25,5%	28,0%
Cours le plus haut (euros)	15,35	15,95	16,43	18,5	18,5
Cours le plus bas (euros)	14,33	14,28	14,28	14,28	12,46
Volume moyen quotidien (nombre de titres)	5 819	7 697	6 990	8 380	8 916
Pourcentage moyen du flottant échangé par jour	0,14%	0,18%	0,17%	0,20%	0,21%

Le prix de l'OPRA fait ressortir une **prime comprise entre 25,5 % et 35,6 %** par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes calculés sur une période comprise entre 1 mois et 1 an.

Par ailleurs, il convient de noter que l'annonce d'une offre publique de rachat d'actions peut être interprétée contradictoirement par le marché :

- soit comme un signal positif, dans la mesure où le prix proposé dans le cadre de l'offre donne une indication sur la valeur estimée de l'action par la direction, dans un contexte où le financement de l'offre par endettement renforce la discipline financière à laquelle les dirigeants doivent se plier³⁶ ;
- soit comme un signal négatif, si le lancement de l'offre est interprété comme l'aveu que la société ne dispose pas de projets créateurs de valeur et préfère retourner sa trésorerie à ses actionnaires.

Dans ce cadre, l'analyse du cours de bourse postérieurement à l'annonce de l'offre de rachat permet de voir si le signal envoyé par la direction a modifié la perception du marché sur la valeur de la Société.

En effet, l'évolution du cours entre l'annonce de l'offre de rachat et la clôture de l'offre de rachat va refléter le nouveau cours d'équilibre de l'action postérieurement à la date de clôture de l'offre de rachat, la proportion des titres détenue par les actionnaires qui pourront faire l'objet de l'offre de rachat, et le prix proposé dans le cadre de l'offre de rachat³⁷.

Dans le cas d'espèce, compte tenu des intentions affichées par les Actionnaires de référence et en tenant compte d'une probabilité de 20 % que l'Offre ne se concrétise pas jusqu'à la date de l'annonce de la mise en place du refinancement bancaire le 22 mars, on peut estimer que le cours d'équilibre anticipé de l'action LVL Médical après la clôture de l'Offre est d'environ 16,2 €³⁸ (sur la base du cours moyen pondéré depuis l'annonce de l'Offre).

³⁶ La réduction de la trésorerie disponible ou le remboursement des dettes contractées pour financer l'opération représente une contrainte financière pour les dirigeants.

³⁷ Cours = (1 - X) x nouveau cours d'équilibre anticipé + X x prix de l'offre de rachat avec X correspondant au pourcentage de titres détenus par les actionnaires rachetés dans le cadre de l'offre de rachat. Dans le cas où l'offre a une probabilité de ne pas aboutir (cas où le financement n'est pas obtenu à l'annonce de l'offre ou une décision des actionnaires est nécessaire), il y a lieu de tenir compte de cette probabilité.

³⁸ En effet, le cours de bourse doit être égal à : 20 € x X + valeur du titre post Offre x (1 - X) avec X correspondant au pourcentage des titres apportés à l'OPRA qui seront rachetés sur la base d'un cours de 20 €.

Ainsi, sur la base de l'évolution du cours constatée postérieurement à l'annonce de l'Offre, on remarque que le marché considère que l'Offre constitue un signal positif (le nouveau cours d'équilibre postérieurement à l'Offre est légèrement supérieur aux moyennes des cours), mais que le marché n'anticipe pas que le nouveau cours d'équilibre puisse être égal au prix de l'Offre.

6. Référence aux objectifs des analystes

Selon Reuters, la Société fait l'objet d'un suivi de trois bureaux d'analystes, la banque HSBC ayant mis fin à sa couverture du titre en janvier 2011.

Nous avons analysé les objectifs de cours des analystes avant l'annonce de l'opération. A cet égard, il convient de noter que les analystes ont accueilli négativement la publication des résultats de l'exercice clos le 30 septembre 2010 tandis qu'ils ont globalement estimé que la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre de l'exercice 2011 était conforme aux attentes.

Les objectifs de cours des analystes, mis à jours ou confirmés lors de la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2011 sauf pour HSBC, sont compris entre 15,0 € et 18,1 € et en moyenne de 16,35 €.

Analyste	Date	Objectif	Recommandation
CA Chevreux	28/01/2011	15,00	Sous-performance
Oddo	28/01/2011	16,80	Alléger
Gilbert			
Dupont	28/01/2011	18,10	Acheter
HSBC	11/01/2011	15,50	Neutre
Moyenne		16,35	

Le prix de l'OPRA fait ressortir une **prime de 22,3 %** par l'objectif de cours moyen des analystes.

7. Référence à des transactions récentes sur le capital

Au cours de l'année 2009, le fonds Amber Master Fund qui était actionnaire à hauteur de 22,65 % de la Société a cédé sa participation au cours de deux transactions :

- le 9 juillet 2009 en vendant 552.500 actions à LVL Médical et 285.000 à JCL Finances, holding de la famille Lavorel, à un prix de 13,0 € par action ;
- le 5 octobre 2010 en vendant le solde de sa participation à Malakoff Médéric à un prix de 14,0 € par action.

Ces transactions réalisées entre des parties indépendantes sur une part significative du capital représentent une référence pour l'appréciation du prix proposé dans le cadre de l'OPRA.

Par ailleurs, la Société a initié en septembre 2010 une OPAS sur 698.759 de ses propres actions au prix unitaire de 20 € auxquels les actionnaires ont répondu en apportant 3.066.420 titres.

Le nombre de titres apportés par les actionnaires à cette précédente Opération démontre que ce prix de 20 € est attractif et représente une référence pertinente.

Le prix proposé dans le cadre de l'OPRA fait ressortir une **prime comprise entre 0 % et 53,8 % par rapport à ces différentes transactions récentes sur le capital.**

8. Synthèse des travaux

Le tableau ci-dessous présente les fourchettes de valorisation de l'action LVL Médical selon les différentes méthodes d'évaluation et les différentes références retenues ainsi que les primes et décotes induites par un prix d'offre de 20 €.

	Valeur par action			Prime / Décote		
	Minimum	Centrale	Maximum	Minimum	Centrale	Maximum
Cours moyen pondéré au 15 février						
1 mois		14,75			35,6%	
2 mois		14,84			34,8%	
3 mois		15,12			32,3%	
6 mois		15,94			25,5%	
1 an		15,62			28,0%	
Cours des analystes au 15/02/11	15,00	16,35	18,10	33,3%	22,3%	10,5%
Transactions récentes sur le capital	13,00		20,00	53,8%		0 %
Approches intrinsèques						
Méthode des flux de trésorerie	18,99	20,13	21,36	5,3%	-0,7%	-6,4%
Approches analogiques						
Comparables boursiers	11,77	12,51	13,25	69,9%	59,8%	50,9%
Transactions comparables		13,54			47,7%	

Le prix de 20 € proposé dans le cadre de l'OPRA extériorise une prime significative par rapport à la valeur de l'action LVL Médical obtenue dans le cadre de la mise en œuvre d'une approche multicritères combinant des méthodes de valorisation et des références de valorisation. Ce prix n'extériorise qu'une faible prime, voire une décote, que par rapport à la valeur obtenue dans la méthode des flux de trésorerie.

De manière plus détaillée, il convient de retenir les éléments suivants.

Tout d'abord, le prix proposé dans le cadre de l'OPRA extériorise une prime comprise entre 25,5 % et 35,6 % par rapport aux références du cours de bourse, bien que la Société ait déjà lancé, en septembre 2010, une OPAS sur ses propres titres au même prix de 20 €, qui devait servir de signal au marché quant à la valeur des titres pour les dirigeants. Autrement dit, non seulement le cours de la Société ne s'est pas aligné sur le prix de 20 € qui avait déjà été offert dans l'opération précédente, mais il s'en est éloigné en deux temps : tout d'abord après la clôture de la précédente Opération, et ensuite après la publication des résultats de l'exercice clos le 30 septembre 2010.

A cet égard, il faut souligner que l'analyse de l'évolution du cours du titre depuis l'annonce de l'Offre montre que cette dernière a constitué un signal positif sur la valeur de la Société, sans toutefois conduire à ce que le cours s'aligne sur le prix proposé.

Le prix proposé fait également apparaître une prime significative par rapport aux objectifs des analystes, ces derniers retenant des hypothèses de croissance moins dynamiques que le management de la Société.

Le prix proposé est également supérieur à la valeur des titres de la Société obtenue par les méthodes analogiques des comparables boursiers et des transactions comparables.

En revanche, le prix proposé est proche de la valorisation des titres obtenue par la méthode des flux de trésorerie. Cependant, il faut rappeler que le plan d'affaires du management retient des hypothèses de croissance et de marge ambitieuses et ne tient pas compte de manière explicite de la pression tarifaire que pourraient imposer les pouvoirs publics. A cet égard, il faut rappeler que les résultats obtenus par la Société ont parfois été décevants par rapport aux perspectives données par la direction, la réaction du titre à la publication des résultats de l'exercice clos le 30 septembre 2010 étant une illustration de cette situation.

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

V. EVALUATION DES BSAAR LVL MEDICAL

1. Présentation des BSAAR

Les principales caractéristiques des BSAAR objets de l'OPAS sont les suivants :

- les BSAAR permettent de souscrire à 1,012 action LVL Médical au prix de 21,88 € ;
- les BSAAR sont exerçables pendant la période allant du 14 juin 2010 au 13 juin 2015, ce qui leur conférerait une durée de vie résiduelle de 4,33 années à la date de l'annonce de l'Offre ;
- à compter du 13 juin 2013 et jusqu'à la fin de la période d'exercice, la Société a la possibilité de forcer la conversion si le produit du cours de l'action et de la période d'exercice dépasse 140 % du prix d'exercice.

2. Détermination de la méthode de valorisation des BSAAR

Les BSAAR objets de l'Offre sont cotés depuis le 14 juin 2010. Depuis cette date et jusqu'à la veille de l'annonce de l'Offre, il n'y a eu des échanges que pendant 20 séances (source : Bloomberg).

Par conséquent, la liquidité de ces instruments est très limitée et la référence au cours de bourse pour apprécier le caractère équitable de l'offre peu pertinente.

Nous avons donc évalué les BSAAR en mettant en œuvre une méthode binomiale de Cox Ross Rubinstein.

3. Détermination des paramètres de valorisation des BSAAR

3.1. L'action sous-jacente et sa valeur

Comme nous l'avons indiqué dans la partie précédente, le cours moyen pondéré de l'action LVL Médical s'élevait à 14,75 € sur une période d'un mois précédent l'Offre.

Dans ce contexte, l'Offre a constitué un signal positif pour la valeur de l'action LVL Médical. En effet, l'analyse de l'évolution de son cours depuis l'annonce de l'Offre permet d'estimer que le cours d'équilibre après la clôture de l'Offre sera d'environ 16,2 € (cf. supra).

A contrario, le prix de 20 € par action proposé dans le cadre de l'Offre ne nous paraît pas pertinent pour apprécier la valeur des BSAAR dans la mesure où il ne s'agit pas d'un cours d'équilibre auquel l'action semble devoir s'échanger une fois l'Offre close et où il n'a pas été proposé pour acquérir l'ensemble du capital.

Sachant que les porteurs de BSAAR ont la possibilité soit d'apporter leur titre à l'offre soit de continuer à profiter des fluctuations du cours de l'action à partir de son nouveau cours d'équilibre, nous avons retenu comme valeur du sous-jacent le cours de 16,2 €.

3.2. Le taux sans risque

Le taux sans risque retenu correspond au taux de rendement de la courbe des zéro-coupons pour une maturité de 4,3 années.

3.3. Le taux de rendement de l'action

Sur les dernières années, la Société a distribué un dividende au titre des exercices clos le 30 septembre 2001 et 2009.

Compte tenu des offres de rachat de titres mis en œuvre, la Société ne proposera pas la distribution de dividendes au titre de son exercice clos le 30 septembre 2010.

Au regard de ces éléments, nous avons retenu un taux de rendement de l'action nul.

3.4. Le taux de prêt - emprunt de titres

Nous avons retenu un taux de prêt – emprunt de titres de 1,5 %.

3.5. La volatilité attendue du sous-jacent

La détermination de la volatilité attendue du sous-jacent conduit à examiner et prendre en compte les éléments suivants :

- la volatilité implicite des options sur actions de l'action cotée, ou d'autres instruments cotés de l'entité qui comprennent des caractéristiques d'options ;
- la volatilité historique du prix de l'action au cours de la dernière période correspondant à la durée de vie attendue de l'option (en tenant compte de la durée de vie contractuelle et des effets d'un exercice anticipé lié à la clause de forçage) ;
- la tendance de la volatilité à revenir vers sa moyenne, mais également les facteurs pouvant indiquer que la volatilité attendue future pourrait différer de la volatilité passée compte tenu de circonstances de marché exceptionnelles, d'événements particuliers ayant affecté la vie du titre (comme une opération financière) ou d'évolution majeure de l'activité de la société.

Dans le cas d'espèce, on peut faire les constats suivants :

- la liquidité des BSAAR étant très faible depuis leur cotation, leur cours ne permet pas de calculer une référence pertinente de volatilité implicite ;
- à notre connaissance, il n'existe pas d'autres instruments dérivés des actions LVL Médical cotés susceptibles de fournir une référence de volatilité implicite pertinente ;
- la volatilité historique des rendements de l'action LVL Médical calculée à la date précédant l'annonce de l'Offre est de 38,5 % sur une durée de 4 ans et de 37,8 % sur une durée de 5 ans (source : Bloomberg, données hebdomadaires).

Nous avons donc retenu une fourchette de volatilité comprise entre 37,8 % et 38,5 % pour évaluer les BSAAR.

4. Résultat des travaux de valorisation

Au regard des paramètres exposés ci-dessus, nous évaluons le BSAAR à une valeur de **3,24 €**.

Le prix d'offre extériorise une **prime de 17,3 %** par rapport à notre évaluation.

Par ailleurs, l'OPAS offre aux porteurs de BSAAR une fenêtre de liquidité à un instrument peu échangé.

En conséquence, sur la base des éléments développés ci-dessus, notre opinion est que le prix de 3,8 € par BSAAR LVL Médical proposé dans l'OPAS est équitable d'un point de vue financier pour les porteurs de BSAAR.

VI. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX REALISES PAR LA BANQUE PRESENTATRICE

1. Travaux relatifs à l'évaluation des actions LVL Médical

Les références et méthodes retenues dans les travaux d'Oddo Corporate Finance (« la Banque ») et dans nos travaux sont identiques.

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

	Oddo		Sorgem	
	Min	Max	Min	Max
Références				
Cours moyen pondéré	14,60	15,95	14,75	15,94
Objectif de cours des analystes	15,00	18,10	15,00	18,10
Transactions récentes	13,00	20,00	13,00	20,00
Méthode d'évaluation				
Méthode des flux de trésorerie	16,60	19,30	18,99	21,36
Comparables boursiers	12,90	14,90	11,77	13,25
Transactions comparables	13,60		13,54	

Nos travaux font apparaître des écarts significatifs sur la méthode des flux de trésorerie et la méthode des comparables boursiers.

1.1. Méthode de flux de trésorerie

Les écarts entre la Banque et nous résident dans trois éléments.

Tout d'abord, nous avons retenu une période complémentaire de prévisions de 4 ans au cours de laquelle le taux de croissance et la marge opérationnelle convergent vers leurs niveaux de long terme, tandis que la Banque a retenu la période complémentaire de deux ans réalisée, à titre illustratif, par la Société à la demande des banques ayant assuré le refinancement. La période retenue par la Banque ne modélise pas de convergence de ces paramètres avec leur niveau de long terme.

Ensuite, la Banque a retenu des hypothèses de calcul de la valeur terminale plus ambitieuses que nous, avec un taux de croissance à long terme de 2,0 % (1,5 % pour nous) et un taux de marge opérationnelle de 13,0 % (12,0 % pour nous).

Ces différences appellent deux remarques :

- concernant le taux de croissance à long terme, nous tenons compte d'une forte croissance de l'activité de la Société pendant notre période de prévision complémentaire ce qui revient à épuiser, en partie, les opportunités de croissance créatrices de valeur dont on tient compte implicitement au travers du taux de croissance à long terme ;

- le taux de marge opérationnelle retenu par la Banque est certes un peu inférieur à celui de la dernière année de la période explicite de prévisions de la Société, mais il ne tient pas suffisamment compte, à notre avis, des pressions exercées par les pouvoirs publics sur les tarifs.

A cet égard, il convient de noter que notre hypothèse de marge opérationnelle correspond à un taux de rentabilité économique de 33,3 %, ce qui reste un niveau élevé au regard du coût du capital de la Société (9,65 %).

Enfin, nous retenons des paramètres de calcul du taux d'actualisation différents en ce qui concerne principalement la prime de risque, la structure financière et la prise en compte d'une prime de taille. Ainsi, notre taux d'actualisation est de 9,65 % tandis que celui de la Banque est de 9,0 %.

1.2. Méthode des comparables boursiers

Les différences entre la Banque et nous résident dans la composition de l'échantillon et le choix des ratios d'évaluation.

Nous avons fait le choix de retenir des sociétés dont les métiers étaient proches de ceux de la Société. Cela nous a conduit à retenir trois sociétés implantées aux Etats-Unis alors que la Banque a préféré limiter le poids des sociétés situées dans un environnement réglementaire différent de celui de la Société.

2. Travaux relatifs à l'évaluation des BSAAR LVL Médical

Nous estimons le BSAAR à 3,24 € tandis que la Banque l'évalue à 3,71 €.

L'écart entre ces résultats provient de deux éléments.

Tout d'abord, nous avons retenu comme valeur du sous-jacent notre estimation du cours d'équilibre du titre après la clôture de l'Offre. Nous estimons, contrairement à la Banque, que le prix proposé pour les actions dans l'Offre ne constitue pas le nouveau cours d'équilibre du titre de la Société, dans la mesure où le cours de bourse ne s'est pas aligné sur celui-ci depuis l'annonce de l'Offre et où le prix de 20 € n'a pas été proposé pour acquérir l'ensemble du capital.

Par ailleurs, nous retenons une volatilité historique du cours calculée sur la durée de vie résiduelle du BSAAR tandis que la banque a retenu une volatilité légèrement inférieure, pour tenir compte d'une correction au titre de la période 2008 / 2009 marquée par une forte volatilité sur fonds de baisse des cours suite à la crise financière.

VII. CONCLUSION

Nous concluons que :

- **le prix de 20 € par action LVL Médical offert dans le cadre de l'OPRA est équitable pour les actionnaires minoritaires**
- **le prix de 3,8 € par BSAAR LVL Médical offert dans le cadre de l'OPAS est équitable pour les porteurs de ces instruments.**

Fait à Paris, le 6 avril 2011

Pour SORGEM EVALUATION
Maurice Nussenbaum

Annexe 1 : Diligences effectuées par l'expert

1. Programme de travail

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

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

2. Liste des personnes rencontrées

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

- LVL Médical : Ludovic Bellein (Secrétaire Général),
- LVL Médical : Thierry Montagne (Directeur Administratif et Financier),
- Oddo : Laurent Durieux (Directeur),
- Oddo : Laurent Bonnin (Directeur adjoint),
- Oddo : Arnaud Saint-Clair (Manager),
- Oddo : Hubert de Blignières (Chargé d'affaires).

3. Informations et documents utilisés

Document	Source
Documents de référence	LVL Médical
Note d'information sur l'OPAS de septembre 2010	AMF
Note d'opération sur l'émission des OBSAAR	AMF
Projet de note d'information sur l'Offre	Oddo
Rapport de valorisation de la Banque	Oddo
Plan d'affaires 2011-2017	LVL Médical
Documents juridiques relatifs aux transactions avec Amber Master Fund	LVL Médical
Procès-verbaux des conseils d'administration	LVL Médical
Notes d'analystes	Thomson Research
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas,...)	Bloomberg
Informations financières sur les sociétés citées dans le rapport	Reuters/sites internet

4. Réserves

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

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

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

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

Annexe 2 : Rémunération

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

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

Pour la Société

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

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