

## OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS DE



L'esprit de service

INITIEE PAR



### PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLI PAR LVL MEDICAL GROUPE



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 4 septembre 2012. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF. **Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.**

#### Avis Important

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

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de LVL Médical Groupe ([www.lvl-medical.com](http://www.lvl-medical.com)) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et peut être obtenu sans frais auprès de :

#### LVL Médical Groupe

44, quai Charles de Gaulle – 69463 Lyon Cedex 06

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de LVL Médical Groupe seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

Un avis financier sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, dans un quotidien financier de diffusion nationale pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

<b>1.</b>	<b>RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE .....</b>	<b>1</b>
<b>2.</b>	<b>CONTEXTE DE L'OFFRE .....</b>	<b>2</b>
	2.1 <i>Actionnariat de la Société avant la cession du Bloc de Contrôle .....</i>	2
	2.2 <i>Accord de négociations exclusives entre l'Initiateur et la Société .....</i>	2
	2.3 <i>Opérations intervenues entre la signature de l'Accord de Négociations Exclusives et la cession du Bloc de Contrôle .....</i>	3
	2.4 <i>Répartition du capital après l'acquisition du Bloc de Contrôle .....</i>	7
	2.5 <i>Déclarations de franchissements de seuils et des droits de vote .....</i>	7
	2.6 <i>Recomposition du Conseil d'administration .....</i>	8
<b>3.</b>	<b>AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LVL MEDICAL.....</b>	<b>8</b>
<b>4.</b>	<b>INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LVL MEDICAL.....</b>	<b>10</b>
<b>5.</b>	<b>INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE .....</b>	<b>10</b>
<b>6.</b>	<b>ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....</b>	<b>11</b>
<b>7.</b>	<b>ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE .....</b>	<b>11</b>
	7.1 <i>Structure du capital de la Société .....</i>	11
	7.2 <i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce .....</i>	11
	7.3 <i>Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....</i>	12
	7.4 <i>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci .....</i>	12
	7.5 <i>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier .....</i>	12
	7.6 <i>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote .....</i>	13
	7.7 <i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société .....</i>	13
	7.8 <i>Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres .....</i>	13
	7.9 <i>Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société .....</i>	15
	7.10 <i>Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de LVL Médical ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique .....</i>	15
<b>8.</b>	<b>RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT .....</b>	<b>16</b>
<b>9.</b>	<b>MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE .....</b>	<b>61</b>
<b>10.</b>	<b>PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE .....</b>	<b>61</b>

## 1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 et suivants du Règlement général de l'AMF, la société Air Liquide Santé International, société anonyme au capital de 33.346.512 euros, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 552 134 728, dont le siège social est situé 75, Quai d'Orsay – 75007 Paris (« **Air Liquide Santé International** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé le 4 septembre 2012 un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel elle propose aux porteurs de valeurs mobilières de la société LVL Médical Groupe, société anonyme au capital de 3.699.284,05 euros divisé en 10.569.383 actions d'une valeur nominale de 0,35 euros chacune, dont le siège social est situé 44, quai Charles de Gaulle – 69006 Lyon, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 352 497 465 (« **LVL Médical** » ou la « **Société** »), d'acquérir dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») :

- (a) la totalité des actions de la Société admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (Compartiment C) de NYSE Euronext (« **NYSE Euronext** ») sous le code ISIN FR0000054686, mnémonique « LVL » (les « **Actions** ») émises ou à émettre à raison de l'exercice des options de souscription d'actions et des BSAAR définis ci-dessous, à l'exception des Actions acquises par l'Initiateur en vertu des Contrats de Cession (tel que ce terme est défini à la Section 2.3(a) ci-après) et des 940.108 Actions auto-détenues par la Société qui ne seront pas apportées à l'Offre, soit, au 4 septembre 2012, un nombre de 2.349.024 Actions, à un prix de 30,89 euros par Action ;
- (b) la totalité des bons de souscription ou d'achat d'actions remboursables admis aux négociations sur NYSE Euronext sous le code ISIN FR0010617027, mnémonique « LVLBS » (les « **BSAAR** »), soit au 3 septembre 2012 un nombre de 26.322 BSAAR, à un prix de 13,20 euros par BSAAR ;

(les Actions et les BSAAR étant désignés ci-après ensemble les « **Titres** »).

Conformément aux articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée.

L'Offre est présentée par BNP Paribas (« **BNP** ») qui garantit, en application des dispositions de l'article 231-13 I du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur.

L'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant (i) les actions de la Société, si les actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, et (ii) les BSAAR, dès lors que les actions susceptibles d'être créées par souscription ou achat suite à l'exercice des BSAAR non présentés à l'Offre, une fois additionnées avec les actions

existantes non présentées à l'Offre, ne représentent pas plus de 5% de la somme des titres de capital existants et susceptibles d'être créés, conformément aux articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF.

## 2. CONTEXTE DE L'OFFRE

### 2.1 Actionnariat de la Société avant la cession du Bloc de Contrôle

Préalablement à la réalisation effective de la cession du Bloc de Contrôle, le capital de la Société était réparti de la façon suivante :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote (théoriques)	% des droits de vote (théoriques)
Jean-Claude Lavorel	321 794	3.04%	514 461	3.39%
Divers famille Lavorel	272 125	2.57%	467 048	3.08%
Supergab SARL	10 759	0.10%	21 518	0.14%
JCL Finances SAS	3 023 089	28.60%	5 719 905	37.71%
Final SA	1 296 583	12.27%	2 593 166	17.10%
Lavorel Medicare	649 000	6.14%	649 000	4.28%
<b>Total Famille Lavorel</b>	<b>5 573 350</b>	<b>52.73%</b>	<b>9 965 098</b>	<b>65.69%</b>
Malakoff Médéric Prévoyance	307 541	2.91%	307 541	2.03%
Malakoff Médéric Assurances	1 230 163	11.64%	1 230 163	8.11%
<b>Total Malakoff Médéric</b>	<b>1 537 704</b>	<b>14.55%</b>	<b>1 537 704</b>	<b>10.14%</b>
Famille Haby	339 301	3.21%	503 272	3.32%
FCPE LVL Croissance	30 730	0.29%	30 730	0.20%
Auto-détention	940 108	8.89%	940 108	6.20%
Public	2 148 190	20.32%	2 192 074	14.45%
<b>TOTAL</b>	<b>10 569 383</b>	<b>100.00%</b>	<b>15 168 986</b>	<b>100.00%</b>

### 2.2 Accord de négociations exclusives entre l'Initiateur et la Société

L'Offre est l'aboutissement d'un processus concurrentiel de mise en vente par la Famille Lavorel de sa participation dans LVL Médical. Dans le cadre de ce processus, qui a mis en concurrence plusieurs acteurs industriels, une procédure de salle d'informations électronique (*data room*) a été ouverte par LVL Médical à tous les acheteurs potentiels sélectionnés par la Famille Lavorel. L'Initiateur a eu accès à cette salle d'information électronique au cours du mois de mai 2012.

Ce processus a conduit à l'annonce, le 8 juin 2012, de l'entrée en négociations exclusives d'Air Liquide Santé International en vue de l'acquisition de l'ensemble des Actions détenues par la Famille Lavorel, la Famille Haby et Malakoff Médéric (les « **Actionnaires de Contrôle** ») (le « **Bloc de Contrôle** ») et, par

ailleurs, en vue de la cession par LVL Médical à JCL Development<sup>1</sup>, société anonyme de droit luxembourgeois détenue à 100% par la Famille Lavorel, de la totalité du capital des deux sociétés holdings du groupe LVL Médical (LVL Medical Deutschland GmbH et LVL Beteiligungsgesellschaft mbH) qui détiennent les activités allemandes du groupe LVL Médical (les « **Activités Allemandes** ») (l'« **Accord de Négociations Exclusives** »).

## **2.3 Opérations intervenues entre la signature de l'Accord de Négociations Exclusives et la cession du Bloc de Contrôle**

### **(a) Contrats de Cession du Bloc de Contrôle**

Les Actionnaires de Contrôle et l'Initiateur ont conclu, le 22 juin 2012, divers contrats de cession, qui ont fait l'objet d'un communiqué de LVL Médical en date du 25 juin 2012 :

- un contrat conclu avec la Famille Lavorel portant sur la cession de 5.573.350 Actions, lequel a fait l'objet d'un avenant en date du 31 août 2012 (le « **Contrat de Cession Lavorel** ») ;
  - un contrat conclu avec la Famille Haby portant sur la cession de 339.301 Actions ;
  - un contrat conclu avec Malakoff Médéric portant sur la cession de 1.537.704 Actions ;
- (ensemble, les « **Contrats de Cession** »).

- *Conditions et terme prévus pour la réalisation de la Cession du Bloc de Contrôle*

La réalisation de la cession prévue dans le cadre du Contrat de Cession Lavorel était uniquement soumise (i) à l'obtention d'un avis sur le caractère équitable de l'Offre émis par le cabinet Bellot Mullenbach et Associés dont la désignation en qualité d'expert indépendant, intervenue le 10 mai 2012, a été ratifiée par le Conseil d'administration de LVL Médical dans sa réunion du 7 juin 2012 (l'« **Expert Indépendant** »), et (ii) à l'obtention d'un avis motivé du Conseil d'administration de LVL Médical recommandant l'Offre. Ces conditions ont été satisfaites respectivement le 30 et le 31 août 2012. Par ailleurs, l'ensemble des cessions prévues par les Contrats de Cession devait intervenir le 31 août 2012.

L'acquisition par l'Initiateur du Bloc de Contrôle a fait l'objet d'une autorisation par l'Autorité de la concurrence le 27 août 2012.

Conformément aux termes des Contrats de Cession, l'Initiateur a procédé, le 31 août 2012, à l'acquisition de 7.450.355 Actions représentant 70,49% du capital de la Société. Cette acquisition a été réalisée à un prix de 30,89 euros par Action.

---

<sup>1</sup> Société anonyme de droit luxembourgeois. Au 31 août 2012, Lavorel Medicare, société anonyme de droit luxembourgeois, détenue à 90% par Jean-Claude Lavorel, s'est substituée à JCL Development pour l'acquisition des Activités Allemandes.

- *Stipulations particulières au Contrat de Cession Lavorel*

- La Famille Lavorel a octroyé à Air Liquide Santé International certaines déclarations et garanties relatives à LVL Médical et ses filiales et s'est engagée à l'indemniser en cas d'inexactitude ou de violation de ces déclarations et garanties pour une durée minimale de 18 mois (pouvant aller jusqu'à l'expiration des prescriptions légales applicables s'agissant de certaines déclarations et garanties identifiées).
- Messieurs Jean-Claude et Stanislas Lavorel se sont par ailleurs engagés à ne pas concurrencer, directement ou indirectement le groupe LVL Médical pendant une durée de trois ans, et s'agissant spécifiquement de Jean-Claude Lavorel, pendant une durée de trois ans suivant la date à laquelle il cessera d'exercer des fonctions au sein de la Société.
- Le Contrat de Cession Lavorel prévoit en outre plusieurs opérations ou accords connexes, décrits ci-après en sections 2.3 (b), 2.3 (c) et 2.3 (d).

**(b) Cession des Activités Allemandes**

La Société a conclu, le 22 juin 2012, un contrat de cession des Activités Allemandes avec JCL Development (à laquelle Lavorel Medicare s'est ensuite substituée). La signature de ce contrat, ainsi que d'un avenant en date du 31 août 2012, a été autorisée conformément aux dispositions des articles L.225-38 et suivants du Code de commerce par le Conseil d'administration de la Société dans ses réunions du 14 juin 2012 et du 31 août 2012.

Dans le cadre de cette opération, l'Expert Indépendant a remis, le 14 juin 2012, un rapport sur le prix à payer par Lavorel Medicare en vue de l'acquisition des Activités Allemandes du groupe LVL Médical, et a conclu que ce prix était équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société et qu'à l'occasion de l'Offre, ce prix n'était pas susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires de la Société.

L'acquisition des Activités Allemandes est intervenue le 31 août 2012, pour un prix global de 83,2 millions d'euros, dont 43,1 millions d'euros pour l'acquisition des titres des deux sociétés holdings des Activités Allemandes et 40,1 millions d'euros pour l'acquisition des comptes courants de LVL Médical dans ces entités, immédiatement avant la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle. Par ailleurs, un contrat intitulé « *Separation agreement* » a été conclu à cette même date, afin de résilier toutes les conventions existantes entre la Société et les deux sociétés holdings qui détiennent les Activités Allemandes.

### **(c) Transfert à la Famille Lavorel de certaines participations détenues par la Société**

Dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle, la Société a cédé à une société détenue à 100% par la Famille Lavorel des participations minoritaires dans des sociétés exerçant des activités distinctes de celles de la Société à savoir :

- 200 actions représentant 20% du capital de la société Flexa I.P. SAS dont l'activité principale est l'achat, la vente, la gestion de tous droits de propriété intellectuelle et industrielle, pour un prix global de 12.932 euros ; et
- l'intégralité des droits détenus par la Société en sa qualité de bénéficiaire du « *Treugeberstellung* » portant sur 300 actions émises par la société Pflegeleidenschaft.de GmbH, dont l'activité principale est le développement et la gestion d'un site internet de réseau social d'infirmières en Allemagne, pour un prix global de 1 euro.

La cession de ces participations minoritaires a fait l'objet de deux contrats de cession distincts du Contrat de Cession Lavorel, dont la signature a été autorisée conformément aux dispositions des articles L.225-38 et suivants du Code de commerce par le Conseil d'administration de la Société dans sa réunion du 31 août 2012.

### **(d) Autres accords connexes**

La Société a conclu une convention de prestations de services avec JCL Development en vertu de laquelle Monsieur Jean-Claude Lavorel fournira à la Société des services de conseil en stratégie moyennant une rémunération de 400.000 euros HT par an. Cette convention est conclue pour une durée de trois ans.

En outre, la Société a conclu un contrat de travail à durée déterminée avec Monsieur Stanislas Lavorel, pour une durée de huit mois prenant fin le 30 avril 2013, en vertu duquel ce dernier exercera des fonctions de directeur opérationnel, moyennant une rémunération mensuelle brute fixée à 3.000 euros.

### **(e) Conclusion de contrats de liquidité avec les bénéficiaires d'Options**

Messieurs Jean-Claude Lavorel, Stanislas Lavorel et Madame Delphine Vale, bénéficiaires du plan de stock-options mis en place par la Société le 30 mars 2009 (les « **Options** »), ont conclu, à raison des Actions correspondantes qu'ils ne pourront apporter à l'Offre en raison des stipulations du plan ou de dispositions réglementaires, fiscales et/ou sociales, un contrat de liquidité en vertu duquel, si les Actions étaient retirées de la cote ou si le marché des Actions n'était pas suffisamment liquide, les bénéficiaires des Options auront le droit, à l'issue des périodes de conservation applicables, de céder à l'Initiateur les Actions sous-jacentes auxdites Options.

Ce mécanisme de liquidité comportera les termes et conditions d'usage et consistera notamment en :

- une option de vente selon laquelle l'Initiateur s'engage à acquérir les Actions résultant des Options sur demande du bénéficiaire et à tout moment, au cours de la période de soixante (60) jours ouvrés commençant le premier jour ouvré suivant le terme de la période d'indisponibilité ;
- une option d'achat au terme de laquelle le bénéficiaire s'engage à vendre à l'Initiateur, sur demande de celui-ci, pendant une période de soixante jours ouvrés à compter du premier jour ouvré suivant la fin de la période d'exercice de l'option de vente ci-dessus, les Actions résultant de l'exercice de toute Option.

La période d'indisponibilité s'entend de la période au cours de laquelle le bénéficiaire ne peut pas :

- disposer de l'Action constituant le sous-jacent de l'Option aux termes des plans ou des dispositions légales applicables ; ou
- disposer de l'Action constituant le sous-jacent de l'Option sans déclencher un traitement fiscal ou social défavorable au niveau d'une des sociétés appartenant au groupe de l'Initiateur ou au groupe de la Société :
  - o si le bénéficiaire est ou a été un résident de France au sens de la réglementation fiscale française et/ou des régimes français de sécurité sociale à un moment quelconque depuis la date à laquelle les Options leur ont été attribués, la période prévue par l'article 163 *bis* C I du Code général des impôts, actuellement une période de quatre ans à compter de la date d'attribution des Options, dont l'Action constitue le sous-jacent, sauf en cas de libération anticipée prévue par les dispositions légales et réglementaires applicables ;
  - o dans tous les autres cas, la période d'indisponibilité prévue par la réglementation applicable, durant laquelle les Actions sous-jacentes aux Options ne peuvent pas être cédées ou durant laquelle, si elles le peuvent, leur cession déclencherait un traitement fiscal et/ou social défavorable pour l'Initiateur et/ou LVL Médical et/ou toute société du groupe Air Liquide ou du groupe LVL Médical.

Pour chacune des options d'achat ou de vente, le prix d'acquisition de chaque Action sera déterminé par un expert indépendant ayant une expérience reconnue en matière d'évaluation, qui sera désigné conjointement par l'Initiateur et les bénéficiaires et agira en qualité de tiers arbitre au sens de l'article 1592 du Code civil (l'« **Arbitre** »).

Les parties au mécanisme de liquidité ont d'ores et déjà choisi Isabelle de Kerviller en tant qu'Arbitre pour déterminer le prix d'acquisition.



En vue de déterminer le prix d'acquisition, l'Arbitre devra déterminer la valeur d'entreprise de LVL Médical par application d'un multiple à l'EBITDA (*earnings before interest, taxes, amortization and depreciation*) de référence à la date d'exercice de l'option d'achat ou de vente.

Dans le cadre de sa mission, l'Arbitre pourra, dans le cas d'opérations mentionnées à l'article L.225-181 du Code de commerce ou d'autres opérations sur le capital ou sur les capitaux propres de LVL Médical, procéder à un ajustement du prix pour prendre en compte ou neutraliser l'effet de telles opérations, en vue de s'assurer que le prix versé au bénéficiaire par l'Initiateur sera bien égal au prix qui aurait été payé au bénéficiaire si ces événements n'étaient pas intervenus.

#### **2.4 Répartition du capital après l'acquisition du Bloc de Contrôle**

Suite à l'acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur détient, à la date du présent projet de note en réponse, 7 450 355 Actions représentant 70,49 % du capital et 70,20 % des droits de vote<sup>2</sup> de la Société.

#### **2.5 Déclarations de franchissements de seuils et des droits de vote**

Le 3 septembre 2012, conformément aux dispositions de l'article L.233-7 du Code de commerce, l'Initiateur a déclaré à l'AMF, avoir franchi en hausse le 31 août 2012 les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 en capital et en droits de vote de la Société, et a déclaré son intention de déposer, conformément à la réglementation applicable, un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les Actions de la Société. Cette déclaration a été publiée par l'AMF le 3 septembre 2012 sous le numéro [●]. L'Initiateur a par ailleurs déclaré à la Société, conformément aux statuts de la Société, avoir franchi à la hausse l'ensemble des seuils du capital et des droits de vote de 1% à 70% et adressé une copie de la déclaration d'intention adressée à l'AMF.

Au cours des douze mois précédant la Date de Réalisation, l'Initiateur et ses actionnaires de contrôle n'ont acquis aucune Action de la Société, autres que celles visées ci-dessus.

Par ailleurs, le 3 septembre 2012, les Actionnaires de Contrôle ont effectué auprès de l'AMF et de la Société les déclarations de franchissements de seuils à la baisse requises par la loi et les statuts, tant à titre individuel qu'au nom des concertants Lavorel-Haby et Lavorel-Malakoff, et ont déclaré ne plus détenir aucune action de la Société (cf. publication AMF du 3 septembre 2012 sous la référence D&I[●]).

A la suite des franchissements à la baisse déclarés par Malakoff Médéric, le pacte d'actionnaires conclu entre Malakoff Médéric Assurances, Malakoff Médéric Prévoyance, JCL Finances, Ultimal, Jean-Claude Lavorel, Stanislas Lavorel et LVL Médical a fait l'objet d'une résiliation anticipée automatique.

---

<sup>2</sup> sur la base des droits de vote théoriques, prenant en compte les droits de vote attachés aux actions auto-détenues.

## **2.6 Recomposition du Conseil d'administration**

Le 31 août 2012, afin de tenir compte de la nouvelle composition de l'actionnariat, le Conseil d'administration de la Société a fait l'objet d'une recomposition de la façon suivante :

- démission de Monsieur Stanislas Lavorel (qui a également démissionné de ses fonctions de Directeur Général Délégué), Monsieur Benjamin Lavorel, Malakoff Médéric Prévoyance et Malakoff Médéric Assurances ;
- cooptation de Pascal Vinet, Olivier Petit, Alain Le Borgne et Olivier Lebouché en remplacement des administrateurs démissionnaires.

Les cooptations réalisées seront soumises à la ratification de la prochaine assemblée générale de LVL Médical conformément aux dispositions de l'article L.225-24 du Code de commerce.

Par ailleurs, Monsieur Jean-Claude Lavorel a été maintenu dans ses fonctions de Président Directeur Général.

## **3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LVL MEDICAL**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 31 août 2012, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre. L'ensemble des membres du Conseil était présent, y compris les membres indépendants. Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Jean-Claude Lavorel, en qualité de Président du Conseil d'administration, conformément à l'article 16 des statuts de LVL Médical.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil d'administration ont eu connaissance :

- du projet de note d'information de l'Initiateur contenant les caractéristiques du projet d'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par BNP ;
- du rapport de l'Expert Indépendant, conformément aux articles 261-1 I 1°, 2°, 4°, ° et II du Règlement général de l'AMF ; et
- du projet de note en réponse de LVL Médical.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil d'administration, y compris ses membres indépendants :

*« Après en avoir débattu, et au vu des documents susvisés, les membres du Conseil d'administration constatent que :*

- *le prix proposé de 30,89 euros par action offert aux actionnaires de la Société représente une prime de 90% par rapport au cours de bourse de clôture du 7 juin 2012 qui s'élevait à 16,26 euros, avant l'annonce des principales caractéristiques du projet d'Offre ;*
- *le prix proposé par BSAAR a été déterminé sur la base du prix par action offert dans le cadre de l'Offre et s'élève à 13,20 euros par BSAAR ;*
- *le prix offert dans le cadre de l'Offre est identique au prix devant être payé par Air Liquide pour acquérir les blocs de titres LVL, représentant au total 70,49 % du capital de LVL, auprès des actionnaires de contrôle de LVL ;*
- *l'expert indépendant estime que les opérations connexes à l'Offre auxquelles sont parties certains membres du groupe familial Lavorel, actionnaires de contrôle de la Société, ne remettent pas en cause l'équité du prix de l'Offre ;*
- *Air Liquide entend maintenir la société, la marque, la culture LVL Médical, au sein du groupe Air Liquide Santé, afin de conserver le savoir-faire de LVL Médical sur le marché et l'esprit de service de ses équipes ;*
- *Air Liquide souhaite poursuivre et renforcer le développement commercial et l'innovation de LVL Médical afin de faire bénéficier les équipes LVL Médical du savoir-faire international d'Air Liquide dans la santé à domicile et de partager l'innovation développée au sein de la R&D du groupe Air Liquide ;*
- *Air Liquide souhaite partager les expertises réciproques des groupes LVL Médical et Air Liquide Santé afin de mieux saisir les opportunités de demain en termes d'évolution du métier de prestataires de santé à domicile notamment vers un rôle accru d'acteur de santé ;*
- *Le rapprochement des deux groupes permettrait de mutualiser les moyens « back-office » des groupes LVL Médical et Air Liquide Santé afin de réaliser des efficacités notamment en matière d'achats dans un contexte accru de maîtrise des dépenses de santé ;*

- *L'Offre s'inscrit enfin dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société. A cet égard, aucune restructuration significative en matière d'emploi n'est envisagé à la suite de l'opération, et Air Liquide considère qu'un élément clé pour le succès de cette opération est de préserver et développer les talents ainsi que le savoir-faire de l'équipe managériale et des salariés de LVL Médical ;*
- *dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires ne détiendraient pas plus de 5 % du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, l'Initiateur procédera à un retrait obligatoire, moyennant une indemnité égale au prix de l'Offre, ou à défaut, si les conditions le permettent, demandera la radiation des actions et BSAAR LVL du marché réglementé d'Euronext Paris.*

*Au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, statuant à l'unanimité de ses membres, en ce compris les administrateurs indépendants, décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, et considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.*

*Compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que cette offre représente, à un prix particulièrement attractif, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, le Conseil d'administration, à l'unanimité, en ce compris les administrateurs indépendants, recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions et BSAAR à l'Offre.*

*A cet égard, les administrateurs qui détiennent des actions LVL (autres que les cédants du bloc de contrôle) indiquent qu'ils ont l'intention de les apporter à l'Offre.*

*En outre, le Conseil d'administration décide que les 940.108 actions autodétenues par la Société dans le cadre de son programme de rachat d'actions à ce jour ne seront pas apportées à l'Offre. »*

#### **4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LVL MEDICAL**

Les membres du Conseil d'administration de LVL Médical qui ne sont pas parties aux Contrats de Cession, à savoir les administrateurs indépendants Messieurs Jacques Mignot et Jean-Pierre Claveranne, qui détiennent au total 441 Actions de la Société, ont indiqué leur intention d'apporter à l'Offre lesdites Actions.

#### **5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE**

Le Conseil d'administration a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 940.108 Actions autodétenues par la Société.

## 6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

A l'exception (i) des Contrats de Cession, (ii) du contrat de cession des Activités Allemandes et (iii) des autres contrats et opérations visés dans la Section 2.3 ci-dessus, il n'existe à ce jour, à la connaissance de la Société, aucun accord en vigueur susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

## 7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

### 7.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de LVL Médical, d'un montant de 3.699.284,05 euros, est divisé en 10.569.383 Actions, d'une valeur nominale de 0,35 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Le capital de LVL Médical était réparti, avant la cession du Bloc de Contrôle, tel qu'indiqué à la Section 2.1 ci-dessus.

A la suite de la cession du Bloc de Contrôle et à la date du présent document, le capital et les droits de vote de LVL Médical sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions	En % du capital	Nombre de droits de vote théoriques	En % des droits de vote théoriques
Air Liquide Santé International	7 450 355	70.49%	7 450 355	70.20%
FCPE LVL Croissance	30 730	0.29%	30 730	0.29%
Auto-détention	940 108	8.89%	940 108	8.86%
Public	2 148 190	20.32%	2 192 074	20.65%
<b>TOTAL</b>	<b>10 569 383</b>	<b>100.00%</b>	<b>10 613 267</b>	<b>100.00%</b>

En outre, à la date du présent document, il existe 26.322 BSAAR en circulation, chacun donnant droit à 1,033 Action.

### 7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions. L'article 12 des statuts de la Société prévoit cependant qu'en cas de franchissement du seuil de 1% du capital ou des droits de vote ou un multiple de ce pourcentage, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, est tenu de déclarer à la Société le nombre total d'Actions qu'il possède par lettre recommandée avec accusé de réception.

A défaut d'avoir été déclarées, les Actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées de droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux (2) suivant la date de régularisation de la déclaration, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble 5% au moins du capital en font la demande lors de cette assemblée. Dans ce cas, les Actions privées du droit de vote ne retrouvent ce droit qu'à l'expiration d'un délai de 2 ans suivant la date de régularisation.

A l'exception du pacte d'actionnaires conclu entre les Actionnaires de Contrôle de LVL Médical le 1<sup>er</sup> octobre 2009, désormais caduc depuis la cession du Bloc de Contrôle, aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

### **7.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce**

Postérieurement à la cession du Bloc de Contrôle, l'Initiateur détient 7.450.355 Actions représentant autant de droits de vote, soit 70,49% du capital et 70,20% des droits de vote, (sur la base d'un capital composé de 10.569.383 Actions représentant 10.613.267 droits de vote, calculés conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF).

La Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 1% de son capital ou de ses droits de vote à la date du présent projet de note en réponse.

### **7.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci**

L'article 13.3 des statuts de la Société prévoit l'octroi d'un droit de vote double aux titulaires d'Actions nominatives entièrement libérées lorsque celles-ci sont inscrites depuis trois (3) ans au moins au nom du même actionnaire.

Toute cession ou transmission d'Actions entraîne la perte du droit de vote double, sauf transmission à un ayant droit par suite de succession, liquidation de communauté de biens entre époux ou donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible, laquelle n'interrompt pas le délai nécessaire à l'acquisition du droit de vote double.

### **7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

Un plan d'épargne d'entreprise du groupe LVL Médical a été mis en place afin d'accueillir le fond commun de placement des salariés du groupe (le « **FCPE LVL Croissance** »). Au 3 septembre 2012, le FCPE LVL Croissance détenait 30.730 Actions représentant 0,29% du capital de la Société.

Lors de sa décision en date du 26 juillet 2012, le conseil de surveillance du FCPE LVL Croissance a décidé

du principe de l'apport à l'Offre des Actions détenues par le FCPE, dans l'hypothèse où le projet d'Offre serait déclarée conforme par l'AMF conformément aux dispositions législatives et réglementaires applicables, et sous réserve d'une décision ultérieure dudit conseil de surveillance confirmant cet apport.

#### **7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote**

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

#### **7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société**

A l'exception de l'obligation pour l'administrateur d'être propriétaire d'au moins une (1) action de la Société imposée par les statuts, aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres ou la modification des statuts.

#### **7.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres**

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes :

<b>Nature de la délégation accordée</b>	<b>Date de l'assemblée générale</b>	<b>Echéance de la délégation accordée</b>	<b>Montant nominal maximal autorisé</b>	<b>Plafond global fixé</b>
Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les actions de la Société	6 mars 2012 9 <sup>ème</sup> résolution	18 mois à compter de l'assemblée générale	10% du capital social	
Délégation à donner au Conseil d'administration à l'effet de décider l'augmentation du capital social, par émission - avec maintien du droit préférentiel de souscription - d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	6 mars 2012 11 <sup>ème</sup> résolution	26 mois à compter de l'assemblée générale	3.000.000 €	4.000.000 €
Délégation à donner au Conseil d'administration à l'effet de décider l'augmentation du capital social par émission - sans droit préférentiel de souscription - d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou de valeurs	6 mars 2012 12 <sup>ème</sup> résolution	26 mois à compter de l'assemblée générale	3.000.000 €	

mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance (à l'exception d'actions de préférence)				
Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société	6 mars 2012 13 <sup>ème</sup> résolution	26 mois à compter de l'assemblée générale	3.000.000 €	
Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	6 mars 2012 14 <sup>ème</sup> résolution	26 mois à compter de l'assemblée générale	3.000.000 € Dans la limite de 10% du capital social	
Autorisation consentie au Conseil d'administration, en cas d'émission avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires dans les conditions de la 12 <sup>ème</sup> résolution, de fixer, dans la limite de 10% du capital, le prix d'émission dans les conditions fixées par l'assemblée générale	6 mars 2012 15 <sup>ème</sup> résolution	26 mois à compter de l'assemblée générale	3.000.000 € Dans la limite de 10 % du capital social par périodes de 12 mois  Prix d'émission ne pourra être inférieur : (i) au prix moyen pondéré par le volume de l'action de la séance de bourse précédant la fixation du prix de l'émission diminué éventuellement d'une décote maximale de 5% ; ou (ii) à la moyenne des cours de constatés sur une période maximale de six mois précédant l'émission	
Délégation à donner au Conseil d'administration à l'effet de décider l'augmentation du capital social par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	6 mars 2012 16 <sup>ème</sup> résolution	18 mois à compter de l'assemblée générale	1.000.000 €	



Délégation à donner au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription	6 mars 2012 17 <sup>ème</sup> résolution	26 mois à compter de l'assemblée générale	3.000.000 €  Dans la limite de 15% de l'émission initiale	
Délégation à donner au Conseil d'administration à l'effet de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions	6 mars 2012 19 <sup>ème</sup> résolution	26 mois à compter de l'assemblée générale	3.000.000 €  Dans la limite de 5 % du capital social au jour de la décision du Conseil	
Délégation au Conseil d'administration à l'effet de procéder à des attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre	6 mars 2012 20 <sup>ème</sup> résolution	26 mois à compter de l'assemblée générale	Dans la limite de 5 % du capital social au jour de la décision du Conseil	
Délégation à donner au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation des actions autodétenues	6 mars 2012 21 <sup>ème</sup> résolution	26 mois à compter de l'assemblée générale	Dans la limite de 10 % du capital social	/

## 7.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

Le contrat de crédit syndiqué conclu le 22 mars 2011 prévoyait par ailleurs une clause de changement de contrôle, qui n'a pas été mise en œuvre par les prêteurs. Le contrat de crédit syndiqué a fait l'objet d'un remboursement anticipé le 31 août 2012.

A l'exception de ce contrat de crédit syndiqué et du contrat de location longue durée de véhicules Fluidy Pass conclu avec LeasePlan France SAS en date du 14 mai 2012, il n'existe aucun autre accord significatif en vigueur, conclu par LVL Médical, susceptible d'être résilié ou modifié en cas de changement de contrôle de la Société. Le changement de contrôle de LVL Médical au titre du contrat de location de longue durée de véhicules Fluidy Pass a été agréé par LeasePlan France SAS le 13 juillet 2012.

## 7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de LVL Médical ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe au sein de la Société ou de ses filiales aucun accord portant engagement de verser des indemnités de départ au profit de dirigeants ou de salariés, en cas de démission ou de licenciement sans cause réelle et sérieuse, ou encore en cas d'offre publique visant les titres de la Société.

## 8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

### 1. « CONTEXTE DE L'OPERATION

---

La société Air Liquide Santé International, filiale d'Air Liquide SA, (ci-après l'« Initiateur », « ALSI » ou « Air Liquide »), envisage de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« Offre » ou l'« OPAS ») visant les actions de LVL Médical Groupe, (ci-après la « Société », « LVL » ou le « Groupe »), au prix de 30,89 € par action et de 13,20 € par bon de souscription d'action LVL, (ci-après les « BSAAR<sup>3</sup> » ou les « Bons »).

Cette Offre est l'aboutissement d'un processus de mise en vente par le groupe familial Lavorel de sa participation dans LVL, qui s'est traduit par la recherche d'acquéreurs potentiels, leur sélection et l'ouverture d'une salle d'information électronique en mai 2012. Au terme de ce processus de sélection, le 7 juin 2012, les familles Lavorel et Haby ainsi que Malakoff Médéric, formant ensemble le concert des actionnaires majoritaires, sont entrés en phase de négociations exclusives avec l'Initiateur afin de céder l'ensemble des titres qu'ils détiennent (ci-après le « Bloc de contrôle »), composé de 7 450 355 actions représentant 70,5 % du capital de la Société. Ces négociations prévoyaient également plusieurs opérations connexes dont la principale consiste en la cession par LVL de ses activités allemandes, (ci-après « LVL Allemagne »), à la société Lavorel Medicare SA, société de droit luxembourgeois contrôlée par la famille Lavorel (ci-après Lavorel Medicare).

Ces négociations ont abouti le 22 juin 2012 à la conclusion, notamment :

- d'un contrat de cession au prix de 30,89 € par action LVL de l'ensemble des titres composant le Bloc de contrôle ;
- d'un contrat de cession de LVL Allemagne à la famille Lavorel, qui s'est engagée à acquérir les titres des entités contrôlant cette branche pour une valeur de 43,1 M€ et à rembourser leurs comptes courants envers LVL Médical Groupe, soit 40,1 M€ au 31 août 2012.

Au terme de l'Offre, dans le cas où l'Initiateur viendrait à détenir plus de 95% du capital de la Société ou des droits de vote, ce dernier a l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire portant sur les actions et sur les BSAAR qui n'auraient pas été apportés.

Dans ce contexte et en application des articles 261-1 I 1°, 4°, 5° et II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF »), Bellot Mullenbach & Associés a été nommé en qualité d'expert indépendant par le président-directeur général de la Société, Monsieur Jean-Claude Lavorel, afin :

- de déterminer si les conditions de la cession de LVL Allemagne sont de nature à léser les actionnaires minoritaires de la Société ;
- d'apprécier le caractère équitable des prix proposés pour les actions et pour les BSAAR émis par LVL, dans le cadre de l'OPAS éventuellement suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire intervenant dans un délai de trois mois au terme de l'Offre.

Cette nomination a été entérinée par le conseil d'administration du 7 juin 2012.

---

<sup>3</sup> Bon de Souscription et ou d'Acquisition d'Actions Remboursables

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

## 2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

### 2.1 Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, ci-après BM&A, est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte 80 collaborateurs, dont 15 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

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

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

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique, propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet [www.bma-paris.com](http://www.bma-paris.com), qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 30 juin 2011 en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

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

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

Date	AMF <sup>(1)</sup>	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
sept-10	sept-10	Offre Publique d'Achat Simplifiée	LVL Médical Groupe	LVL Médical Groupe	Oddo Corporate Finance
mars-11	avr-11	Offre Publique d'Echange Simplifiée	Cl Areva	CEA	Société Générale
juin-11	juin-11	Offre Publique d'Achat	Schaeffer-Dufour	H.G.D. Participations	Neufilze OBC Corporate
juin-11	juin-11	Offre Publique Alternative	Modelabs	Bigben Interactive	Natixis
juin-11	juil-11	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Intercall	Financière LR	Oddo Corporate Finance
oct-11	nov-11	Offre Publique d'Achat	Maesa	F&B Group	CM-CIC Securities
nov-11	nov-11	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Novagali	Santen	Goldman Sachs
mars-12	avr-12	Offre Publique d'Echange (action) et d'Achat (ORNANE)	Silic	Icade	BNP Paribas & Crédit Agricole CIB
juin-12	juil-12	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Metrologic Group	Tridimension Holding	Bryan Garnier

### 2.3 Déclaration d'indépendance

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

*En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :*

- *n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leur conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;*
- *n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;*
- *ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;*
- *n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.*

*Il convient de noter que notre cabinet a été mandaté en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'OPAS initiée par la Société sur ses propres actions qui s'est terminée le 6 octobre 2010.*

#### **2.4 Rémunération de l'expert indépendant**

*La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 95 000 €, hors taxes et débours.*

#### **2.5 Diligences effectuées par l'expert**

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

*Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est déroulée du 10 mai 2012 au 30 août 2012, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.*

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

- *Stanislas Lavorel, directeur général délégué de la Société et Lars Uhlen, associé gérant de Bonitas Holding GMBH & Co AG ;*
- *Cyril Balas, président de Flexa IP ;*
- *Frank Noat, Managing Director chez Oddo Corporate Finance (ci-après « Oddo Corporate »), banque conseil de la Société ;*

- Patrick Jaïs, avocat associé, et Delphine Vidalenc, avocate du cabinet De Pardieu Brocas Maffei, conseil de LVL ;
- Matthieu Lance, Managing Director chez BNP Paribas Corporate Finance, (ci après « La Banque » ou « BNP Paribas »).

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

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

Nos travaux ont principalement consisté à :

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

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

- des offres reçues le 4 juin 2012 de la part d'ALSI et d'un second compétiteur ;
- des contrats de cession du Bloc de contrôle datés du 22 juin 2012 et leurs projets d'avenants datés du 31 août 2012 ;
- du contrat de cession des activités allemandes du 22 juin 2012 et des participations minoritaires dans Flexa IP et dans la société allemande Pflegeleidenschaft.de GmbH ;
- des statuts du GIE Petinavion ;
- du contrat de prestation de services entre la Société et JCL Development ;
- du projet de rapport « Vendor due diligence financière » établi le 24 avril 2012 par KPMG ;
- de la revue de ce précédent document réalisée par PWC et datée du 16 mai 2012 ;
- de la note d'opération du 14 mai 2008, relative à l'émission d'OBSAAR par LVL ;
- de la note d'offre du 26 avril 2011 portant sur les actions et sur les BSAAR de la Société ;
- des documents de référence des exercices 1998 à 2011, ainsi que le rapport financier semestriel du premier semestre 2011-2012 ;
- du plan de développement 2012-2017 de la Société élaboré par la direction ;
- du projet de note d'information relatif à l'Offre ;

- du rapport d'évaluation établi par BNP Paribas ;
- d'une manière générale, d'un ensemble d'informations et de documents, notamment historiques.

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

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

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

### 3. PRESENTATION DE LVL

LVL Médical est une société anonyme au capital de 3 699 284,05 €, réparti en 10 569 383 actions de 0,35 € de nominal. Son siège social est situé à Lyon, 44, quai Charles de Gaulle dans le 6<sup>ème</sup> arrondissement. La Société est cotée sur l'Eurolist C d'Euronext Paris (FR0000054686- LVL). Sa capitalisation boursière atteint environ 172 M€ sur la base d'un cours de clôture de 16,26 € relevé le 7 juin 2012, avant annonce de sa prise de contrôle par ALSI.

A fin septembre 2011, la Société employait 682 personnes (équivalent temps plein) en France et 1 579 personnes en Allemagne. Au titre de l'exercice 2010-2011, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 169 M€ (en augmentation de près de 8,9 %), dont 104 M€ en France et 65 M€ en Allemagne, pour un résultat opérationnel courant de 22,6 M€, contre 20,7 M€ en 2009-2010 (avant charges sur stock-options comptabilisées selon les normes IFRS).

LVL est dirigée par son président-directeur général, Jean-Claude Lavorel, dont la famille contrôle la Société. Le détail de l'actionariat, préalablement à la cession du Bloc majoritaire, est présenté dans le tableau suivant :

Répartition du capital	Nombre d'actions	En % du total brut	En % du total net*
Jean Claude Lavorel	906 794	8,6%	9,4%
Stanislas Lavorel	198 355	1,9%	2,1%
Autres membres de la famille Lavorel	137 770	1,3%	1,4%
Superbag SARL	10 759	0,1%	0,1%
JCL Finances	3 023 089	28,6%	31,4%
Final SA	1 296 583	12,3%	13,5%
<b>Total famille Lavorel</b>	<b>5 573 350</b>	<b>52,7%</b>	<b>57,9%</b>
<b>Total famille Haby</b>	<b>339 301</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,5%</b>
Malakoff Médéric Prévoyance	307 541	2,9%	3,2%
Malakoff Médéric Assurance	1 230 163	11,6%	12,8%
<b>Total Malakoff Médéric</b>	<b>1 537 704</b>	<b>14,5%</b>	<b>16,0%</b>
<b>Total concert des actionnaires majoritaires</b>	<b>7 450 355</b>	<b>70,5%</b>	<b>77,4%</b>
Autodétention	940 108	8,9%	9,8%
FCPE LVL Croissance	30 730	0,3%	0,3%
Public	2 148 190	20,3%	22,3%
<b>Total</b>	<b>10 569 383</b>	<b>100,0%</b>	
*Total hors autodétention.	9 629 275		100,0%

#### 3.1 Historique de la Société

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

De 1997 à 2001, LVL renforce sa présence sur le marché national par croissance externe : en 1998, elle acquiert Axel Médical (10 structures en France spécialisées en assistance respiratoire et en perfusion), Beaulieu Médical, Médical Assistance, puis en 1999 D'Médical (13 structures en France spécialisées en assistance respiratoire et en MAD), et en 2000 33 associations régionales spécialisées en assistance respiratoire en Midi-Pyrénées. Au cours de cette période, la Société entreprend également son internationalisation en Allemagne et au Royaume-

*Uni, via la création de LVL Medical Deutschland GmbH (en 1999) et de LVL Medical UK Ltd (en 2000), et l'acquisition de Körner & Wagner (en 1999), d'Ulrich GmbH (en 2000) et de Clinovia (UK, en 2000).*

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

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

*Durant la période 2002-2003, la direction de la Société entame un vaste plan de restructuration qui se traduit par un recentrage sur les prestations à valeur ajoutée. Elle axe son développement en Allemagne sur les prestations de soins avec l'acquisition de 60 % de Bonitas et de 8 structures de soins à domicile. En 2003, LVL sort du marché britannique en cédant LVL Medical UK avec une moins-value de 13 M€. En France, la Société se désengage progressivement du marché du MAD, supprime une soixantaine de postes, restructure le back-office (contrôle des achats et des stocks, accélération des encaissements, réduction du train de vie du siège) et vise à terme 10 M€ d'économie par an en année pleine. LVL trouve également un accord avec ses créanciers qui se traduit par la renégociation des crédits obtenus pour financer les acquisitions en Allemagne et les rachats d'OCEANE<sup>4</sup>, la suspension jusqu'à fin 2004 du remboursement des autres crédits d'un montant global de 11,7 M€ et le règlement partiel des arriérés de paiement de la dette de location-financement. A fin septembre 2003, la Société présente des fonds propres consolidés négatifs (6,5 M€) et le cours de l'action atteint son plus bas historique le 14 mai 2004 à 1,65 €.*

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

*L'exercice 2004-2005 voit la fin de la réorganisation du Groupe. LVL rachète le solde du capital de Bonitas, échange par OPE ses obligations OCEANE 2005 contre des obligations OCEANE 2009 et augmente ainsi son capital de 5,6 M€. En 2006-2007, la Société met en œuvre la clause de forçage des OCEANE qui conduit à une augmentation de ses fonds propres de 27,5 M€ et poursuit sa croissance en Allemagne. En 2007-2008, LVL déménage son siège social quai Charles de Gaulle à Lyon et émet 60 M€ d'OBSAAR<sup>5</sup> remboursables en trois tranches annuelles de 10 M€, 20 M€ et 30 M€ à compter de juin 2011. La mise en place d'un nouvel ERP se révèle un échec et la Société poursuit son prestataire en justice. En 2008-2009, LVL rachète Lynn's Best en Allemagne pour 10,7 M€, entame le déploiement d'un nouvel ERP et finalise sa sortie du marché MAD.*

*Mi-2009, le fonds Amber Master Fund sort du capital de la Société par la cession de ses titres à JCL Finances (2,2 % du capital à 13 € par action), à LVL (4,3 % du capital à 13 € par action) qui, à cette occasion, annule près de 10 % de ses titres, et à Malakoff Médéric (13,2 % du capital à 14 € par action).*

---

<sup>4</sup> Obligation à Option de Conversion et/ou Echange en Actions Nouvelles ou Existantes (Obligations OCEANE ou OCEANE)

<sup>5</sup> Obligation à Bons de Souscription et/ou d'Acquisition d'Actions Remboursables



Entre 2010 et 2011, la Société a engagé une dernière restructuration de son endettement s'accompagnant d'une redistribution à ses actionnaires d'une partie de sa trésorerie disponible. Ainsi, en septembre – octobre 2010 la mise en œuvre d'une première offre publique d'achat simplifiée (OPAS) lui a permis de racheter 6 % de son capital au prix de 20 € par action, pour près de 14 M€. Par la suite, une offre de rachat (OPRA) l'a amenée à acquérir 15,3% de ses propres titres au prix de 20 € en mai 2011, représentant un montant de 35,7 M€. Parallèlement, en mars 2011, il a été procédé au remboursement anticipé des 60 M€ d'OSAAR émises en 2009 par la mise en place de deux emprunts bancaires syndiqués représentant un financement de 90 M€ comprenant un prêt de 55 M€ amortissable sur 4 ans et 6 mois et un prêt de 35 M€ remboursable in fine fin mars 2017<sup>6</sup>.

### 3.2 Activités et marchés de la Société

#### a) L'assistance médicale à domicile en France

En France, l'activité du Groupe se concentre sur l'appareillage médical à domicile où elle réalise un chiffre d'affaires de 103,9 M€ en 2010-2011. Cette activité consiste en la mise en œuvre de matériel et de consommables au domicile du patient dans les domaines de l'assistance respiratoire (62,2 M€ de CA, représentant 60% de l'activité en France), de l'insulinothérapie (16%), de la perfusion (14%), de la nutrition entérale (10%), ces trois derniers constituant ensemble la branche PNI, représentant 41,7 M€ de CA. La prestation comprend l'accompagnement du patient en collaboration avec le corps médical.

Le marché de l'assistance respiratoire, qui est assuré dans une proportion de 60/40 par des opérateurs privés et des associations, représente environ 500 M€, en progression de 16 % au cours des trois dernières années (2009 à 2011) selon les estimations du management. LVL occupe la deuxième place sur ce marché, derrière le groupe Air Liquide - à travers ses filiales, Orkyn', VitalAir et Adep Assistance - et devant Bastide le Confort Médical. Le marché de la PNI est occupé par les mêmes intervenants, auxquels il faut ajouter la société Nestlé Homecare, filiale de Nestlé.

#### b) Les soins infirmiers en Allemagne

En 2010-2011, la Société réalise en Allemagne un chiffre d'affaires de 65 M€, correspondant à une activité de soins infirmiers pour patients dépendants, répartis en soins infirmiers à domicile (ou Pflegedienste) qui représentent 18 % du CA, et en soins intensifs (ou Intensivstationen) pour 82 % du CA, et qui sont prodigués au domicile du patient ou en unités de soins dédiées. Cette branche d'activité, reprise par la famille Lavorel dans le cadre de la présente Opération, fait l'objet d'un développement spécifique dans l'analyse des opérations connexes à la présente Offre (cf. infra).

---

<sup>6</sup> A ces deux prêts s'ajoute une ligne de 10 M€ non tirée

### 3.3 Performances financières

#### a) Performances consolidées

Après les difficultés rencontrées au début de la décennie 2000 et grâce aux efforts de restructuration entrepris et mentionnés précédemment, le Groupe est parvenu à renouer avec la croissance et à restaurer sa rentabilité. Comme indiqué ci-après, au cours de la période 2005-2011 le chiffre d'affaires enregistre une croissance moyenne de 14% par an, avec une marge opérationnelle courante (avant management fees<sup>7</sup>) de 15,3% en moyenne :

En K€ (au 30 septembre)	2005 Consolidé	2006 Consolidé	2007 Consolidé	2008 Consolidé	2009 Consolidé	2010 Consolidé	2011 Consolidé	TMVA Moyenne
<b>CA</b>	<b>77 009</b>	<b>82 310</b>	<b>96 970</b>	<b>114 528</b>	<b>136 126</b>	<b>155 129</b>	<b>168 964</b>	<b>14,0%</b>
Variation	-2,1%	6,9%	17,8%	18,1%	18,9%	14,0%	8,9%	
<b>EBE</b>	<b>20 691</b>	<b>21 296</b>	<b>23 301</b>	<b>24 905</b>	<b>30 823</b>	<b>35 059</b>	<b>35 882</b>	<b>9,6%</b>
En % du CA	26,9%	25,9%	24,0%	21,7%	22,6%	22,6%	21,2%	23,6%
Dotations nettes aux amortissements	(9 407)	(7 287)	(7 775)	(8 934)	(9 559)	(10 658)	(11 660)	3,6%
Dotations nettes sur créances clients	(3)	4	410	(256)	37	(989)	947	ns
Dotations nettes aux dépréciations et provisions	434	(563)	354	(237)	33	(67)	(73)	ns
<b>Résultat opérationnel courant avant stock options et management fees</b>	<b>11 715</b>	<b>13 450</b>	<b>16 290</b>	<b>15 477</b>	<b>21 334</b>	<b>23 345</b>	<b>25 096</b>	<b>13,5%</b>
En % du CA	15,2%	16,3%	16,8%	13,5%	15,7%	15,0%	14,9%	15,3%
Management fees JCL Finances	(1 155)	(1 234)	(1 346)	(1 545)	(1 839)	(2 106)	(2 335)	12,4%
Charges nettes / stock options	-	-	(893)	(1 637)	(1 593)	(1 192)	(713)	ns
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>10 560</b>	<b>12 216</b>	<b>14 051</b>	<b>12 296</b>	<b>17 903</b>	<b>20 047</b>	<b>22 048</b>	<b>13,1%</b>
En % du CA	13,7%	14,8%	14,5%	10,7%	13,2%	12,9%	13,0%	13,3%
Produits et charges exceptionnels	(1 923)	1 024	590	(2 238)	(821)	(564)	(156)	
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>8 637</b>	<b>13 239</b>	<b>14 641</b>	<b>10 057</b>	<b>17 082</b>	<b>19 483</b>	<b>21 892</b>	<b>16,8%</b>
En % du CA	11,2%	16,1%	15,1%	8,8%	12,5%	12,6%	13,0%	12,7%
<b>Coût de l'endettement financier net</b>	<b>(2 811)</b>	<b>(2 424)</b>	<b>(2 068)</b>	<b>(1 288)</b>	<b>(1 372)</b>	<b>(1 176)</b>	<b>(3 980)</b>	<b>6,0%</b>
Autres produits et charges financiers	(17)	(91)	(120)	(106)	(382)	(73)	(460)	ns
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>5 809</b>	<b>10 724</b>	<b>12 454</b>	<b>8 663</b>	<b>15 328</b>	<b>18 233</b>	<b>17 452</b>	<b>20,1%</b>
Impôt sur les sociétés	1 366	(2 916)	(1 899)	(1 577)	(5 056)	(5 956)	(5 099)	ns
Taux apparent	23,5%	-27,2%	-15,2%	-18,2%	-33,0%	-32,7%	-29,2%	ns
<b>Résultat net consolidé</b>	<b>7 175</b>	<b>7 809</b>	<b>10 555</b>	<b>7 087</b>	<b>10 272</b>	<b>12 277</b>	<b>12 353</b>	<b>9,5%</b>
<b>Part des intérêts minoritaires</b>	<b>(110)</b>	<b>(81)</b>	<b>(232)</b>	<b>(275)</b>	<b>(325)</b>	<b>(257)</b>	<b>(373)</b>	<b>ns</b>
En % du résultat consolidé	-1,5%	-1,0%	-2,2%	-3,9%	-3,2%	-2,1%	-3,0%	-2,4%
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>7 065</b>	<b>7 727</b>	<b>10 323</b>	<b>6 812</b>	<b>9 947</b>	<b>12 019</b>	<b>11 980</b>	<b>9,2%</b>

- Durant cette période, l'activité réalisée en France a progressé de 8,8% par an et dégagé une marge opérationnelle courante (avant charges IFRS de stock options et management fees) de 17,6 % en moyenne, passée de 15,7% en 2005 à 18,1% en 2011.
- En Allemagne, le chiffre d'affaires a progressé de 28,8% par an en moyenne grâce à l'ouverture de nouvelles agences et par croissance externe. Retraitée de cette dernière, la progression de l'activité se situe aux alentours de 17,5% par an selon nos calculs. Cette croissance soutenue de l'activité a eu pour corollaire une érosion de la marge opérationnelle, qui s'explique par la période nécessaire à l'intégration des nouvelles acquisitions et à l'arrivée à maturité des agences nouvellement créées. La marge

<sup>7</sup> Pour ses prestations de direction, la société JCL Finances, contrôlée par Jean-Claude Lavorel, facture à LVL Médical Groupe une rémunération égale à 1,35% du chiffre d'affaires consolidé depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2007 (1,50% préalablement)

opérationnelle courante en Allemagne est ainsi passée de 14,4% en 2005 à 9,2% en moyenne entre 2009 et 2011.

Du fait de l'accroissement de la part des activités allemandes dans le chiffre d'affaires, la marge d'exploitation consolidée a ainsi eu tendance à s'éroder quelque peu au cours des deux dernières années. Cette baisse s'accompagne également d'une légère dégradation de la rentabilité des capitaux engagés (ROCE<sup>8</sup>), laquelle demeure toutefois sensiblement supérieure au coût moyen du capital exigible par les investisseurs (cf. infra) :

En K€ (au 30 septembre)	2005 Consolidé	2006 Consolidé	2007 Consolidé	2008 Consolidé	2009 Consolidé	2010 Consolidé	2011 Consolidé	TMVA Moyenne
Ecart d'acquisition	23 396	26 027	26 027	26 119	40 048	49 935	49 935	13,5%
Immobilisations d'exploitation	18 402	23 917	23 917	27 335	30 122	33 987	36 803	12,2%
BFR	1 682	1 133	1 133	5 697	(920)	7 107	13 401	41,3%
<b>Actif d'exploitation</b>	<b>43 481</b>	<b>51 076</b>	<b>51 076</b>	<b>59 150</b>	<b>69 250</b>	<b>91 029</b>	<b>100 139</b>	<b>14,9%</b>
Résultat opérationnel courant avant stock options et management fees	11 715	13 450	16 290	15 477	21 334	23 345	25 096	13,5%
En % du CA	15,2%	16,3%	16,8%	13,5%	15,7%	15,0%	14,9%	15,3%
IS théorique	(2 591)	(4 153)	(4 383)	(2 827)	(4 987)	(7 131)	(7 454)	19,3%
Taux théorique	-22,1%	-30,9%	-26,9%	-18,3%	-23,4%	-30,5%	-29,7%	-26,0%
<b>Résultat net à dette nulle corrigé</b>	<b>9 124</b>	<b>9 297</b>	<b>11 908</b>	<b>12 650</b>	<b>16 347</b>	<b>16 214</b>	<b>17 642</b>	<b>11,6%</b>
<b>ROCE moyen</b>	<b>21,0%</b>	<b>19,7%</b>	<b>23,3%</b>	<b>23,0%</b>	<b>25,5%</b>	<b>20,2%</b>	<b>18,5%</b>	<b>21,6%</b>
Actif d'exploitation hors goodwill	20 085	25 050	25 050	33 031	29 202	41 094	50 204	16,5%
<b>ROCE moyen hors goodwill</b>	<b>45,4%</b>	<b>41,2%</b>	<b>47,5%</b>	<b>43,6%</b>	<b>52,5%</b>	<b>46,1%</b>	<b>38,6%</b>	<b>45,0%</b>

#### b) Performances des activités réalisées en France

La prise de contrôle de LVL Médical par ALSI s'accompagnant de la cession des activités allemandes, nous nous limiterons ici à rappeler les performances réalisées par la Société en France. Les activités allemandes font l'objet de développements regroupés dans la partie de notre rapport consacrée aux opérations connexes (cf. infra).

Comme indiqué dans le tableau ci-après, la croissance du chiffre d'affaires a été soutenue par le développement des activités perfusion, nutrition et insulinothérapie qui ont enregistré une progression 16,2% par an en moyenne contre 5,7% pour l'assistance respiratoire, qui demeure encore l'activité principale avec 60% du chiffre d'affaires en 2010-2011. Plus mature, cette activité voit par ailleurs sa progression freinée par l'évolution des tarifs régulés par le ministère de la santé, qui ont cessé globalement d'augmenter depuis 2008 et ont même enregistré une baisse en 2010.

En M€ (au 30 septembre)	2005 France	2006 France	2007 France	2008 France	2009 France	2010 France	2011 France	TMVA Moyenne
Assistance respiratoire	44,6	44,7	48,2	52,3	55,3	58,9	62,2	5,7%
Variation		0,3%	7,7%	8,5%	5,8%	6,5%	5,7%	
PNI	16,9	18,1	21,8	26,5	30,8	37,3	41,7	16,2%
Variation		6,6%	20,9%	21,4%	16,3%	21,2%	11,6%	
MAD	1,3	1,3	1,4	1,3	0,4	-	-	
Variation		2,0%	5,8%	-5,5%	-66,2%	-100,0%	na	
<b>CA</b>	<b>62,8</b>	<b>64,0</b>	<b>71,3</b>	<b>80,0</b>	<b>86,5</b>	<b>96,2</b>	<b>103,9</b>	<b>8,8%</b>
Variation		2,0%	11,4%	12,2%	8,1%	11,2%	8,0%	

<sup>8</sup> ROCE pour *Return On Capital Employed*, soit le rapport entre le résultat d'exploitation après impôt et la valeur nette comptable des actifs d'exploitation (immobilisations et besoin en fonds de roulement)

Le management estime ainsi les baisses des prix à 2% par an entre 2009 et 2011. Face à cette pression tarifaire, la Société réalise des gains de productivité, le chiffre d'affaires par salarié (équivalent temps plein) ayant progressé de 1,2% par an en moyenne au niveau consolidé. Toutefois, sur la période, la progression des charges de personnel demeure supérieure à celle du chiffre d'affaires (11% contre 8,8%) ce qui s'est traduit par une stagnation de la marge d'EBE. Par ailleurs, la forte croissance enregistrée dans la branche PNI a nécessité des campagnes de recrutement pouvant se traduire ponctuellement par des effets de paliers et une baisse des marges, en 2008 et en 2011.

En K€ (au 30 septembre)	2005 France	2006 France	2007 France	2008 France	2009 France	2010 France	2011 France	TMVA Moyenne
<b>CA</b>	<b>62 760</b>	<b>64 039</b>	<b>71 335</b>	<b>80 035</b>	<b>86 530</b>	<b>96 237</b>	<b>103 919</b>	<b>8,8%</b>
Variation		2,0%	11,4%	12,2%	8,1%	11,2%	8,0%	
Achats consommés	(11 362)	(14 790)	(17 029)	(19 158)	(20 326)	(22 214)	(24 579)	
<b>Marge brute</b>	<b>51 397</b>	<b>49 249</b>	<b>54 306</b>	<b>60 877</b>	<b>66 204</b>	<b>74 023</b>	<b>79 341</b>	<b>7,5%</b>
En % du CA	81,9%	76,9%	76,1%	76,1%	76,5%	76,9%	76,3%	77,3%
Autres produits d'activité	(209)	229	215	153	297	548	280	ns
Charges externes	(12 250)	(9 158)	(9 986)	(10 967)	(11 337)	(14 991)	(14 667)	3,0%
Charges de personnel	(17 840)	(19 442)	(22 404)	(25 957)	(26 686)	(29 358)	(33 364)	11,0%
Impôts et taxes	(2 038)	(1 974)	(2 611)	(2 636)	(2 914)	(2 662)	(2 631)	4,3%
Autres produits et charges d'exploitation	(154)	(2)	518	(88)	60	-	-	ns
<b>EBE</b>	<b>18 906</b>	<b>18 901</b>	<b>20 037</b>	<b>21 381</b>	<b>25 623</b>	<b>27 559</b>	<b>28 959</b>	<b>7,4%</b>
En % du CA	30,1%	29,5%	28,1%	26,7%	29,6%	28,6%	27,9%	28,7%
Dotations nettes aux amortissements	(9 483)	(7 182)	(7 608)	(8 717)	(9 202)	(8 038)	(11 076)	2,6%
En % du CA	-15,1%	-11,2%	-10,7%	-10,9%	-10,6%	-8,4%	-10,7%	-11,1%
<b>EBITA</b>	<b>9 423</b>	<b>11 720</b>	<b>12 429</b>	<b>12 665</b>	<b>16 422</b>	<b>19 521</b>	<b>17 883</b>	<b>11,3%</b>
En % du CA	15,0%	18,3%	17,4%	15,8%	19,0%	20,3%	17,2%	17,6%
Dotations nettes sur créances clients	(3)	109	410	(215)	106	(943)	960	ns
Dotations nettes aux dépréciations et provisions	434	(572)	332	(242)	33	(67)	(73)	ns
<b>Résultat opérationnel courant avant stock options et management fees</b>	<b>9 854</b>	<b>11 257</b>	<b>13 171</b>	<b>12 207</b>	<b>16 561</b>	<b>18 511</b>	<b>18 770</b>	<b>11,3%</b>
En % du CA	15,7%	17,6%	18,5%	15,3%	19,1%	19,2%	18,1%	17,6%
Management fees JCL Finances	(1 155)	(1 234)	(1 346)	(1 545)	(1 839)	(2 106)	(2 335)	12,4%
Charges nettes / stock options	-	-	(893)	(1 637)	(1 593)	(1 192)	(713)	ns
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>8 699</b>	<b>10 023</b>	<b>10 932</b>	<b>9 025</b>	<b>13 129</b>	<b>15 213</b>	<b>15 722</b>	<b>10,4%</b>
En % du CA	13,9%	15,7%	15,3%	11,3%	15,2%	15,8%	15,1%	14,6%
Résultat exceptionnel	(1 923)	1 039	177	(2 379)	(849)	(558)	(190)	
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>6 584</b>	<b>11 061</b>	<b>11 109</b>	<b>6 646</b>	<b>12 281</b>	<b>14 655</b>	<b>15 533</b>	<b>15,4%</b>
En % du CA	10,5%	17,3%	15,6%	8,3%	14,2%	15,2%	14,9%	13,7%

La stagnation voire l'érosion de la marge d'EBE a été cependant compensée par la maîtrise des investissements et des dotations aux amortissements qui en résultent. Il convient toutefois de noter que l'essentiel des charges exceptionnelles cumulées entre 2009 et 2011 provient de mises au rebut d'équipements obsolètes ce qui obère en partie la baisse du poids relatif des amortissements.

Pour le calcul du résultat opérationnel, il convient enfin de tenir compte des management fees et des charges relatives aux options de souscription :

- les managements fees sont perçus par JCL Finances, représentant 1,35%<sup>9</sup> du chiffre d'affaires consolidé y compris les filiales allemandes, et sont acquittés en totalité par le sous-groupe France (LVL Médical Groupe) ;
- en application de la norme IFRS 2, les charges sur options de souscription correspondent à l'amortissement de la juste valeur d'origine des plans autorisés par les conseils d'administration du 10 novembre 2006 et du 30 mars 2009 ; ces options représentent potentiellement une dilution égale à 4,3% du capital<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> 1,50% jusqu'au 31 décembre 2006

<sup>10</sup> 436 750 options donnant le droit de souscrire à 449 852 actions au prix moyen de 9,28 €

Le passage du résultat opérationnel au résultat net est détaillé dans le tableau ci-après :

En K€ (au 30 septembre)	2005 France	2006 France	2007 France	2008 France	2009 France	2010 France	2011 France	TMVA Moyenne
<b>CA</b>	<b>62 760</b>	<b>64 039</b>	<b>71 335</b>	<b>80 035</b>	<b>86 530</b>	<b>96 237</b>	<b>103 919</b>	<b>8,8%</b>
Variation		2,0%	11,4%	12,2%	8,1%	11,2%	8,0%	
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>6 584</b>	<b>11 061</b>	<b>11 109</b>	<b>6 646</b>	<b>12 281</b>	<b>14 655</b>	<b>15 533</b>	<b>15,4%</b>
En % du CA	10,5%	17,3%	15,6%	8,3%	14,2%	15,2%	14,9%	13,7%
<b>Coût de l'endettement financier net</b>	<b>(2 236)</b>	<b>(2 267)</b>	<b>(1 939)</b>	<b>(1 121)</b>	<b>(1 235)</b>	<b>(1 074)</b>	<b>(3 908)</b>	<b>9,7%</b>
Autres produits et charges financiers	(17)	337	355	425	532	694	475	ns
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>4 331</b>	<b>9 132</b>	<b>9 524</b>	<b>5 950</b>	<b>11 578</b>	<b>14 275</b>	<b>12 100</b>	<b>18,7%</b>
Impôt sur les sociétés	1 529	(2 868)	(1 946)	(2 882)	(4 644)	(5 494)	(4 480)	ns
Taux apparent	35,3%	-31,4%	-20,4%	-48,4%	-40,1%	-38,5%	-37,0%	ns
<b>Résultat net consolidé</b>	<b>5 859</b>	<b>6 264</b>	<b>7 578</b>	<b>3 068</b>	<b>6 934</b>	<b>8 781</b>	<b>7 620</b>	<b>4,5%</b>

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, la charge d'intérêt demeure modeste comparée à la marge opérationnelle, y compris en 2011, en dépit de la réduction de capital et de l'augmentation de l'effet de levier engendrée par l'émission d'un emprunt syndiqué. On notera que les frais financiers intègrent en 2011 une charge non récurrente de 2,3 M€ relative au remboursement anticipé des précédentes OSAAR émises en 2009, remplacées par deux emprunts bancaires syndiqués représentant un financement de 90 M€ (cf. supra). Ainsi la Société se retrouve en 2010 et 2011 en situation d'endettement de 49,5 M€, nette du compte courant créditeur de LVL Médical Groupe sur les entités allemandes (de 33,8 M€ au 30 septembre 2011) et assimilée à de la trésorerie (cf. tableau ci-après).

En K€ (au 30 septembre)	2005 France	2006 France	2007 France	2008 France	2009 France	2010 France	2011 France	TMVA Moyenne
Ecart d'acquisition	14 529	14 553	14 553	14 553	14 503	14 503	14 503	0,0%
Immobilisations d'exploitation	18 179	23 288	23 288	26 592	28 867	32 212	33 965	11,0%
BFR	1 749	(1 459)	(1 459)	2 296	(3 253)	3 233	10 227	34,2%
<b>Actif d'exploitation</b>	<b>34 457</b>	<b>36 383</b>	<b>36 383</b>	<b>43 441</b>	<b>40 118</b>	<b>49 948</b>	<b>58 695</b>	<b>9,3%</b>
Endettement financier (Trésorerie)	45 173 (20 882)	11 425 (19 228)	11 425 (19 228)	57 866 (64 196)	57 402 (60 516)	58 416 (55 155)	88 060 (38 575)	11,8% 10,8%
<b>Endettement net</b>	<b>24 291</b>	<b>(7 803)</b>	<b>(7 803)</b>	<b>(6 330)</b>	<b>(3 115)</b>	<b>3 261</b>	<b>49 485</b>	<b>12,6%</b>
Endettement net / actif d'exploitation	70,5%	-21,4%	-21,4%	-14,6%	-7,8%	6,5%	84,3%	13,7%

Avant éléments exceptionnels et charges de stock options, la rentabilité de l'actif d'exploitation (ROCE) relative à l'activité française s'établit en moyenne à 22,7%, avec un maximum de 27% atteint en 2010. L'effet de palier mentionné précédemment impacte à la baisse son évolution en 2008 et 2011, avec des taux de ROCE respectifs de 20,1 % et de 22,7 %. En dépit de son recul récent, la rentabilité de l'actif d'exploitation demeure sensiblement supérieure au coût du capital de la Société (cf. infra).

En K€ (au 30 septembre)	2005 France	2006 France	2007 France	2008 France	2009 France	2010 France	2011 France	TMVA Moyenne
Ecart d'acquisition	14 529	14 553	14 553	14 553	14 503	14 503	14 503	0,0%
Immobilisations d'exploitation	18 179	23 288	23 288	26 592	28 867	32 212	33 965	11,0%
BFR	1 749	(1 459)	(1 459)	2 296	(3 253)	3 233	10 227	34,2%
<b>Actif d'exploitation</b>	<b>34 457</b>	<b>36 383</b>	<b>36 383</b>	<b>43 441</b>	<b>40 118</b>	<b>49 948</b>	<b>58 695</b>	<b>9,3%</b>
Actif d'exploitation / ROC	3,5x	3,2x	2,8x	3,6x	2,4x	2,7x	3,1x	
Résultat opérationnel avant management fees et stock options	9 854	11 257	13 171	12 207	16 561	18 511	18 770	11,3%
En % du CA	15,7%	17,6%	18,5%	15,3%	19,1%	19,2%	18,1%	17,6%
IS théorique	(3 393)	(3 876)	(4 535)	(4 203)	(5 702)	(6 373)	(6 463)	11,3%
Taux théorique	-34,4%	-34,4%	-34,4%	-34,4%	-34,4%	-34,4%	-34,4%	-34,4%
<b>Résultat net à dette nulle</b>	<b>6 461</b>	<b>7 381</b>	<b>8 636</b>	<b>8 004</b>	<b>10 859</b>	<b>12 138</b>	<b>12 308</b>	<b>11,3%</b>
<b>ROCE moyen</b>	<b>18,8%</b>	<b>20,8%</b>	<b>23,7%</b>	<b>20,1%</b>	<b>26,0%</b>	<b>27,0%</b>	<b>22,7%</b>	<b>22,7%</b>
Actif d'exploitation hors goodwill	19 928	21 829	21 829	28 887	25 615	35 445	44 192	14,2%
ROCE hors actif goodwill								
<b>ROCE moyen hors goodwill</b>	<b>32,4%</b>	<b>35,4%</b>	<b>39,8%</b>	<b>31,6%</b>	<b>39,8%</b>	<b>39,8%</b>	<b>30,9%</b>	<b>35,6%</b>
Immobilisations brutes	65 798	83 629	83 629	91 140	71 927	83 691	98 863	7,0%
Intensité capitalistique	104,8%	130,6%	117,2%	113,9%	83,1%	87,0%	95,1%	

Comme indiqué dans le tableau de financement ci-après<sup>11</sup>, la rentabilité de l'actif d'exploitation a permis, en moyenne, à la branche d'activité française d'autofinancer ses investissements sur la période. Au cours des six derniers exercices, elle a par ailleurs bénéficié de la levée de 62 M€ d'endettement financier (net de remboursements) et redistribué aux actionnaires 69 M€ par rachat de titres et versement de dividendes.

En K€ (au 30 septembre)	2006 France	2007 France	2008 France	2009 France	2010 France	2011 France	Cumul Consolidé
<b>Résultat net total consolidé</b>	<b>6 264</b>	<b>7 578</b>	<b>3 068</b>	<b>6 934</b>	<b>8 781</b>	<b>7 620</b>	<b>40 245</b>
Elim. des amortissements et provisions	7 075	7 690	9 271	8 509	10 324	11 603	54 472
Autres prod. et chges sans incidence trésorerie	170	(3 242)	3 055	2 680	1 823	821	5 307
<b>Capacité d'autofinancement après coût de l'endettement financier net et impôt</b>	<b>13 509</b>	<b>12 026</b>	<b>15 395</b>	<b>18 123</b>	<b>20 927</b>	<b>20 044</b>	<b>100 024</b>
Elim. de la charge (produit) d'impôt	2 868	1 946	2 882	4 644	5 494	4 480	22 314
Elim. du coût de l'endettement financier net	2 267	1 939	1 121	1 235	1 074	3 908	11 544
<b>Capacité d'autofinancement avant coût de l'endettement financier net et impôt</b>	<b>18 644</b>	<b>15 911</b>	<b>19 398</b>	<b>24 002</b>	<b>27 496</b>	<b>28 431</b>	<b>133 881</b>
Incidence de la variation du BFR	276	(1 390)	(744)	-	(10 981)	(1 361)	(14 201)
Impôts payés	(1 804)	(1 804)	(6 199)	(2 420)	(8 492)	(5 183)	(25 903)
<b>Flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles</b>	<b>17 116</b>	<b>12 717</b>	<b>12 454</b>	<b>21 581</b>	<b>8 022</b>	<b>21 887</b>	<b>93 778</b>
Incidence des variations de périmètre	(799)	(72)	(13)	-	-	(41)	(924)
Acquisition d'immobilisations corporelles et incorporelles	(7 872)	(12 264)	(14 305)	(12 848)	(14 256)	(13 396)	(74 941)
En % du CA	-12,3%	-17,2%	-17,9%	-14,8%	-14,8%	-12,9%	
Autres flux liés aux opérations d'investissement	(17)	213	302	596	103	284	1 480
<b>Flux de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>(8 688)</b>	<b>(12 123)</b>	<b>(14 016)</b>	<b>(12 251)</b>	<b>(14 154)</b>	<b>(13 154)</b>	<b>(74 386)</b>
<b>Free cash-flow</b>	<b>8 428</b>	<b>593</b>	<b>(1 561)</b>	<b>9 330</b>	<b>(6 131)</b>	<b>8 733</b>	<b>19 392</b>
Augmentation de capital	-	-	-	-	1	(28 923)	(28 922)
Cession (acquisition) nette d'actions propres	(1 693)	4 651	(1 787)	(13 409)	(3 714)	(20 950)	(36 903)
Emission d'emprunts	11 311	2 400	65 181	-	-	87 914	166 806
Remboursement d'emprunts	(16 305)	(10 157)	(17 129)	(293)	(4)	(60 650)	(104 538)
Intérêts financiers nets versés	(2 159)	(298)	(642)	(434)	(53)	(1 359)	(4 945)
Distribution de dividendes	(12)	(29)	(37)	(40)	(2 943)	(51)	(3 112)
<b>Flux de trésorerie liés aux activités de financement</b>	<b>(8 859)</b>	<b>(3 434)</b>	<b>45 587</b>	<b>(14 176)</b>	<b>(6 713)</b>	<b>(24 020)</b>	<b>(11 614)</b>
<b>Variation de la trésorerie</b>	<b>(430)</b>	<b>(2 841)</b>	<b>44 026</b>	<b>(4 846)</b>	<b>(12 844)</b>	<b>(15 287)</b>	<b>7 778</b>

<sup>11</sup> Etabli hors compte courant créditeur envers des entités allemandes et titres allemands

### 3.4 Comptes semestriels au 31 mars 2012 de la branche d'activité française

Au 1<sup>er</sup> semestre, le chiffre d'affaires réalisé en France ressort à 53 211 K€, en croissance de 4,4%, dont 4,3% pour l'assistance respiratoire et 4,5% pour la PNI. Ces progressions sont beaucoup plus modestes que celles constatées lors des exercices antérieurs (cf. supra), notamment s'agissant de l'activité PNI. Une partie de ce ralentissement s'explique par de nouvelles baisses tarifaires qui ont touché le traitement de l'apnée du sommeil et l'insulinothérapie. Ainsi, à tarifs inchangés, le chiffre d'affaires France aurait progressé de 6%.

Compte tenu de ces baisses de tarifs, et de l'augmentation des frais personnels au 1<sup>er</sup> semestre, la marge opérationnelle (avant stock options et management fees) est en net recul et s'établit à 15,3%, contre 18,1% sur l'ensemble de l'exercice précédent. A tarifs constants, la marge s'établirait à 20,7%.

En K€ (clôture au 30 septembre)	2011 S1 France	2011 S2 France	2012 S1 France	Croiss séquentielle	Croiss 12 mois
<b>CA</b>	<b>50 979</b>	<b>52 940</b>	<b>53 211</b>	<b>0,5%</b>	<b>4,4%</b>
Achats consommés	(12 035)	(12 544)	(12 614)	0,6%	4,8%
<b>Marge brute</b>	<b>38 945</b>	<b>40 396</b>	<b>40 597</b>	<b>0,5%</b>	<b>4,2%</b>
En % du CA	76,4%	76,3%	76,3%		
Autres produits d'activité	243	37	366	ns	50,5%
Charges externes	(7 181)	(7 486)	(8 140)	8,7%	13,4%
Charges de personnel	(16 527)	(16 837)	(18 294)	8,7%	10,7%
Impôts et taxes	(1 319)	(1 311)	(1 220)	-6,9%	-7,5%
Autres produits et charges d'exploitation			(9)	ns	ns
<b>EBE</b>	<b>14 161</b>	<b>14 798</b>	<b>13 299</b>	<b>-10,1%</b>	<b>-6,1%</b>
En % du CA	27,8%	28,0%	25,0%		
Dotations nettes aux amortissements	(5 492)	(5 584)	(5 239)	-6,2%	-4,6%
En % du CA	-10,8%	-10,5%	-9,8%		
<b>EBITA</b>	<b>8 669</b>	<b>9 214</b>	<b>8 059</b>	<b>-12,5%</b>	<b>-7,0%</b>
En % du CA	17,0%	17,4%	15,1%		
Dotations nettes sur créances clients	438	522	21	ns	ns
Dotations nettes aux dépréciations et provisions	(14)	(59)	56	ns	ns
<b>Résultat opérationnel courant avant stock options et management fees</b>	<b>9 093</b>	<b>9 677</b>	<b>8 136</b>	<b>-15,9%</b>	<b>-10,5%</b>
En % du CA	17,8%	18,3%	15,3%		

Le passage du résultat opérationnel au résultat net est détaillé dans le tableau suivant. Comme indiqué, sur un an, le résultat net baisse de 17,7 %, le recul du résultat opérationnel étant amplifié par l'accroissement des frais financiers résultant des distributions faites aux actionnaires (OPRA de 2011) et de l'augmentation de l'endettement qui l'a accompagnée (cf. supra).

En K€ (clôture au 30 septembre)	2011 S1 France	2011 S2 France	2012 S1 France	Croiss séquentielle	Croiss 12 mois
<b>CA</b>	<b>50 979</b>	<b>52 940</b>	<b>53 211</b>	<b>0,5%</b>	<b>4,4%</b>
<b>Résultat opérationnel courant avant stock options et mgt fee</b>	<b>9 093</b>	<b>9 677</b>	<b>8 136</b>	<b>-15,9%</b>	<b>-10,5%</b>
En % du CA	17,8%	18,3%	15,3%		
Management fee JCL Finance	(1 121)	(1 214)	(1 183)	-2,6%	5,5%
Charges nettes / stock options	(452)	(260)	167	-164,1%	-136,9%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>7 520</b>	<b>8 202</b>	<b>7 120</b>	<b>-13,2%</b>	<b>-5,3%</b>
En % du CA	14,8%	15,5%	13,4%		
Résultat exceptionnel	34	(223)	72	ns	ns
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>7 554</b>	<b>7 979</b>	<b>7 192</b>	<b>-9,9%</b>	<b>-4,8%</b>
En % du CA	14,8%	15,1%	13,5%		
<b>Coût de l'endettement financier net</b>	<b>(675)</b>	<b>(3 232)</b>	<b>(1 862)</b>	<b>-42,4%</b>	<b>175,7%</b>
Autres produits et charges financiers	421	53	518	ns	ns
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>7 300</b>	<b>4 800</b>	<b>5 849</b>	<b>21,8%</b>	<b>-19,9%</b>
Impôt sur les sociétés	(2 704)	(1 776)	(2 066)	16,3%	-23,6%
Taux apparent	-37,0%	-37,0%	-35,3%		
<b>Résultat net consolidé</b>	<b>4 596</b>	<b>3 024</b>	<b>3 783</b>	<b>25,1%</b>	<b>-17,7%</b>

Situation financière au 31 mars 2012 :

Bilan en K€	Clôture au 30/09/2011	S1 31/3/2012	Bilan en K€	Clôture au 30/09/2011	S1 31/3/2012
Immobilisations incorporelles	1 728,5	2 084,3	<b>Situation nette hors titres Allemagne</b>	<b>7 913,4</b>	<b>11 477,1</b>
Ecart d'acquisition	14 503,2	14 503,2	Prov pour risques et charges	1 148,5	1 623,1
Immobilisations corporelles	32 236,6	32 588,2	Passifs long terme	916,3	954,0
En % du CA	31,0%	30,6%	CC / Allemagne	(33 794,8)	(40 785,6)
Impôt différé actif	(637,8)	(0,0)	Découvert / (Trésorerie et VMP)	(4 780,5)	(2 304,9)
Autres actifs non courants	1 405,7	1 415,7	Dettes financières	88 060,4	83 322,2
<b>Actif immobilisé</b>	<b>49 236,3</b>	<b>50 591,5</b>	<b>Endettement net / (trésorerie nette)</b>	<b>49 485,0</b>	<b>40 231,7</b>
Stocks et en-cours	3 950,3	3 786,1	<b>Capitaux engagés</b>	<b>59 463,3</b>	<b>54 285,9</b>
Clients et autres débiteurs	16 892,4	17 764,8			
Créances d'impôts	4 616,8	-			
Autres actifs courants	448,0	854,7			
<b>Actifs circulants</b>	<b>25 907,5</b>	<b>22 405,5</b>			
En % du CA	24,9%	21,1%			
Fournisseurs et autres créditeurs	(15 411,0)	(16 358,8)			
Dettes d'impôt	-	(1 573,9)			
Autres passifs courants	(269,5)	(778,4)			
<b>Passifs courants</b>	<b>(15 680,5)</b>	<b>(18 711,1)</b>			
En % du CA	(15,1%)	(17,6%)			
<b>BFR</b>	<b>10 226,9</b>	<b>3 694,5</b>			
En % du CA	9,8%	3,5%			
<b>Actif d'exploitation</b>	<b>59 463,3</b>	<b>54 285,9</b>			

Comme le montre le tableau ci-dessus, l'actif fonctionnel de la branche d'activité France est composé majoritairement d'immobilisations corporelles (32,5 M€), principalement des équipements médicaux. Le besoin en fonds de roulement s'établit à 3,7 M€ représentant 3,5% du chiffre d'affaires. Son amélioration, comparée au 30 septembre 2011, provient pour l'essentiel de l'apurement d'une créance d'impôt. Les capitaux engagés sont pour leur part principalement constitués par de l'endettement, dont le montant net s'établit à 40,2 M€, une fois retranché le compte courant créditeur envers des filiales allemandes dont il est prévu le remboursement à l'occasion de leur cession à la famille Lavorel.



### 3.5 Plan d'affaires prévisionnel 2012-2017

#### a) Prévisions du management

*Le plan d'affaires sur lequel se fondent nos travaux a été établi par le management dans le cadre du processus de vente du Bloc de contrôle. Les prévisions relatives aux activités françaises de la Société sont présentées ci-après, celles relatives à la branche allemande cédée par LVL faisant l'objet de développements dans la partie de notre rapport consacrée aux opérations connexes à la présente Offre.*

*A la date de nos travaux et s'agissant de l'exercice en cours, qui s'achève fin septembre 2012, les prévisions de la Société sont légèrement inférieures au budget.*

*Pour les six années prévisionnelles du plan (2012-2017), il est attendu une croissance soutenue du chiffre d'affaires en France de 10,6% par an, provenant notamment de l'activité perfusion-nutrition-insulinothérapie (PNI). Bien que ces hypothèses intègrent de nouvelles baisses de tarifs en assistance respiratoire, le rythme de croissance attendu peut sembler ambitieux comparé au taux de croissance observé au cours des 6 derniers exercices, soit 8,8%, l'état des finances publiques nous semblant en effet de nature à engendrer une pression accrue sur les tarifs conventionnés, y compris en PNI.*

*Parallèlement à la croissance de l'activité, le management ambitionne d'améliorer la marge d'exploitation, ce qui nécessite de réaliser des économies sur les achats et des gains de productivité suffisants pour compenser la hausse des salaires. La marge d'EBE avant management fees tendrait ainsi vers 29,2%, contre 27,9% en 2011. Compte tenu de ces éléments, la rentabilité des capitaux engagés (ROCE) se situerait à terme autour de 35,7%, contre une fourchette de 20% à 27% observée au cours des six derniers exercices (2006 à 2011).*

*En conclusion, le scénario retenu par le management est relativement volontariste concernant la croissance de l'activité, une pression plus forte des organismes d'assurance santé sur les prix de remboursement n'étant pas par ailleurs à exclure dans un contexte général de volonté affirmée de réduction des déficits publics. Cet optimisme est, qui plus est, amplifié par l'anticipation d'un effet de levier opérationnel positif qui se traduirait par un retour sur capitaux engagés qui peut sembler élevé dans un secteur dont les prix sont encadrés par la Puissance publique.*

#### b) Synergies attendues par l'Initiateur

*L'Initiateur qui est déjà présent dans le secteur de l'appareillage de santé à domicile avec les sociétés VitalAir, Orkyn', Dinno Santé<sup>12</sup> et Adep Assistance, concurrentes directes de LVL, n'envisage pas de synergies commerciales. Il n'est pas non plus envisagé de fusion opérationnelle, la Société conservant son organisation propre et sa marque. En revanche, il est attendu des économies sur les achats qui sont estimés à près de 2,7 M€ en 2015, ce qui représenterait 1,8% de marge pour LVL. De même, l'amélioration des conditions d'achat se traduirait par des économies sur les coûts d'investissement, représentant 0,8 % du chiffre d'affaires à horizon 2016.*

---

<sup>12</sup> Cette société est spécialisée dans l'insulinothérapie

*Enfin, à la différence du plan d'affaires qui intègre le maintien des management fees à leur niveau actuel, il est prévu qu'à l'issue de la prise de contrôle de la Société les honoraires perçus par Jean-Claude Lavorel directement ou par JCL Development soient ramenés à 500 K€ (contre 2,3 M€ en 2011).*

## 4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

---

Conformément au règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Notre expertise a notamment été réalisée sur la base du plan d'affaires prévisionnel 2012-2017 établi par la direction du Groupe et tient compte des synergies identifiées par l'Initiateur.

### 4.1 Critères et méthodes écartés pour l'évaluation de l'action LVL

#### 4.1.1 Actif net comptable

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

A titre d'information, l'actif net comptable consolidé, sur la base d'un nombre de 9 627 910 actions, net de l'autocontrôle, ressort à 2,62 € par action au 31 mars 2012.

#### 4.1.2 Actif net réévalué

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

#### 4.1.3 Capitalisation et actualisation des dividendes

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels. Elles pourraient s'envisager pour des sociétés poursuivant une politique de distribution régulière ou soumises à des contraintes réglementaires de distribution et qui disposent d'une bonne visibilité sur leurs résultats. Ces conditions ne sont pas remplies s'agissant de LVL, la Société ayant distribué au titre de l'exercice clos le 30 septembre 2009 un dividende, pour la première et unique fois depuis 2001, de 0,25 € par action.

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

#### 4.1.4 Opérations intervenues antérieurement sur le capital de la Société

##### a) Cession en deux temps de près de 23% du capital en 2009

Aux termes de deux contrats de cession en date du 9 juillet 2009, le fonds Amber Master Fund, qui était actionnaire à hauteur de 22,65 % de la Société à cette date, s'est engagé à céder 552 500 et 285 000 actions LVL à, respectivement, la Société elle-même et JCL Finances, actionnaire de LVL. Ces deux transactions, portant sur 6,5 % de capital, ont été conclues au prix ferme et définitif de 13,0 € par action.

Le 5 octobre 2009, Amber Master Fund a finalisé son désengagement du capital de LVL en cédant le solde de sa participation, représentant 13,20 % du capital de LVL, au groupe Malakoff Médéric au prix ferme et définitif de 14,0 € par action LVL. A cette occasion, les membres de la famille Lavorel et Malakoff Médéric ont conclu un pacte d'actionnaires d'une durée de cinq ans assorti d'un projet de partenariat stratégique. Toutefois, à ce jour, aucune synergie résultant de l'entrée de Malakoff Médéric dans le capital de LVL ne s'est encore concrétisée et il n'en existe aucun chiffrage disponible.

Par rapport à ces transactions, le prix de l'Offre présente une prime comprise entre 137 % et 120 %. Compte tenu de leur caractère ancien, nous ne retenons pas ces références.

##### b) Offres lancées par la Société sur ses propres titres

###### OPAS initiée par la Société en 2010

Entre le 23 septembre 2010 et le 6 octobre 2010, la Société a acquis 6% de son capital au prix de 20 € par action. Cette offre a été sursouscrite 4,38 fois. Entre son annonce et le mois qui a suivi la clôture de l'offre, le cours de l'action a surperformé l'indice des sociétés de petites et moyennes capitalisations (Small CAC 190), mais n'a pas dépassé 18,5 €.

###### OPRA initiée par la Société sur ses propres titres en 2011

En avril et en mai 2011, la Société a acquis, par le biais d'une offre publique de rachat, 15,33% de ses propres titres au prix de 20 € par action. Cette offre, à laquelle la famille Lavorel n'a pas apporté ses titres, a été sursouscrite 1,7 fois. Il est à noter qu'entre l'annonce de cette offre en février 2011 et le mois qui a suivi sa clôture, le cours de l'action, bien qu'il ait surperformé l'indice Small CAC 190, n'a pas excédé 19,1 €.

Qu'il s'agisse de l'offre de 2010 ou de celle de 2011, aucune de ces deux opérations ne s'est traduite par un alignement du cours de bourse sur le prix offert par la Société. Comme en témoigne l'évolution du cours de bourse intervenue depuis lors (cf. infra), le marché n'a pas totalement adhéré au message de confiance émis par le management, dans la mesure où l'action n'a jamais coté 20 €. En conséquence, nous privilégions le cours de bourse plutôt que ces références, le nombre de titres échangés depuis la clôture de ces offres étant par ailleurs sensiblement supérieur à ceux apportés aux deux offres.

## 4.2 Critères et méthodes retenus pour l'évaluation de l'action LVL

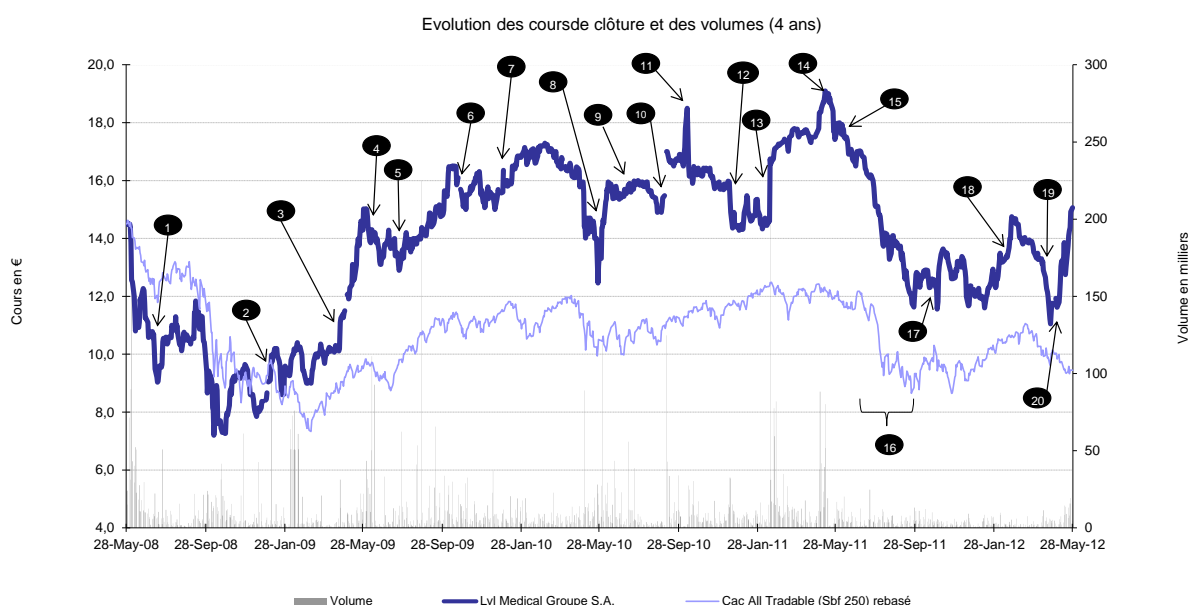
### 4.2.1 Cours de bourse de LVL et objectifs de cours des analystes, retenus à titre secondaire

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

Au cours des quatre dernières années, le cours de l'action a atteint un plus bas de 6,30 € fin octobre 2008 dans un contexte de crise boursière et à la suite de la publication de résultats intermédiaires 2008 en demi-teinte. Par la suite, le titre a entamé une recovery, à l'instar de la plupart des valeurs du secteur de la santé considéré comme défensif par les investisseurs, soutenu par l'amélioration des résultats et la cession de blocs significatifs à des prix proches du cours, non représentés dans le graphique ci-dessous. La publication de résultats en amélioration en décembre 2009 et décembre 2010 a favorisé la hausse du cours.

Par ailleurs, la société a procédé à deux opérations de rachat de ses propres titres au travers d'une OPAS en septembre – octobre 2010, puis d'une OPRA en avril – mai 2011. La première, portant sur 6% du capital, a été réalisée au prix de 20 € par action, ce qui représentait une prime de 29% par rapport au dernier cours coté avant annonce. La seconde visant 15,3% du capital a été réalisée au même prix, ce qui offrait une prime de près de 37% par rapport au dernier cours coté. Il est à noter que durant ces offres et postérieurement, le cours de l'action LVL n'a jamais atteint le prix offert de 20 €, un maximum de 19,10 € ayant été atteint en clôture le 12 mai 2011.

La dégradation du contexte économique intervenue au cours du 3<sup>ème</sup> trimestre 2011 et notamment les inquiétudes liées aux dettes souveraines européennes ont par la suite entraîné un recul de l'indice SBF 250 et du titre LVL qui a alors chuté à 11,54 € le 1<sup>er</sup> novembre 2011. Depuis cette date, le cours évolue entre 11 et 15 €. Sur les quatre ans, le cours a nettement surperformé l'indice large de la place de Paris en gagnant 35 %, contre un recul de près de 35 % de l'indice SBF 250.

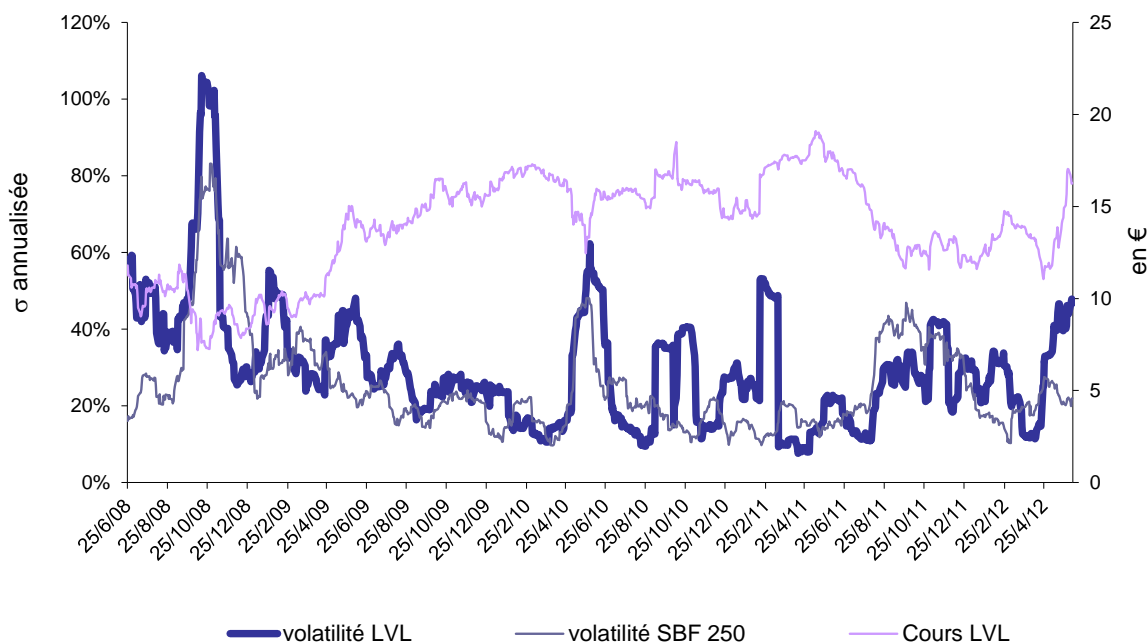


Source : Thomson Reuters

Renvois	Dates	Evènements
1	15-sept.-08	Faillite de Lehman Brothers
2	17-déc.-08	Résultats de l'exercice 2008 en net repli
3	23-avr.-09	CA du 1er semestre 2009, en hausse de 17,3 %
4	2-juin-09	Résultat semestriel 2009 en nette amélioration
5	24-juil.-09	Cession de blocs d'Amber Master Fund
6	21-oct.-09	Sortie du capital d'Amber Master Fund et entrée de Malakoff Médéric
7	15-déc.-09	Résultat de l'exercice 2009, en forte hausse
8	31-mai-10	Résultat du 1er semestre 2010, en hausse de 56 %
9	5-juil.-10	Annonce de l'acquisition de 80% du capital de la société allemande Air Vital
10	7-sept.-10	Dépôt d'un projet d'OPAS dans le cadre du rachat par la société de ses propres actions à 20 €
11	11-oct.-10	Résultat de l'OPAS dans le cadre du rachat par la société de ses propres actions
12	15-déc.-10	Publication des comptes 2010
13	15-févr.-11	Communiqué de presse: annonce d'une OPRA à 20 €
14	9-mai-11	Exercice de BSA du groupe familial Lavorel qui atteint 48,75 % du capital et 60,81 % des droits de vote
15	31-mai-11	Annonce la création de LVL Médical Maghreb
16	Juillet / Aout 2011	Inquiétude sur la dette souveraine grecque
17	21-oct.-11	Annonce d'un CA annuel en hausse de 9%
18	12-févr.-12	La famille Lavorel déclare avoir dépassé le seuil de 2/3 des droits de vote (soit 53,67% du capital et 66,70% des droits de vote)
19	3-avr.-12	Annonce de l'acquisition de 100% du capital des sociétés allemandes CURA & VIVIT et BETTLER Pour la Vie
20	27-avr.-12	Annonce du CA du 1er semestre 2012, en hausse de 5 %
21	30-mai-12	Publication du chiffre d'affaires consolidé du 1er semestre 2012 en hausse de 5%

Au cours de la période, la volatilité du titre, annualisée sur la base de rendements quotidiens observés durant vingt jours de bourse glissants, a atteint 105% en octobre 2008 correspondant à la phase critique de la crise financière. Depuis lors, elle a suivi une évolution parallèle à celle du marché (SBF 250) avec quelques passages instables notamment entre avril et juillet 2010, entre août et octobre 2010 (cf. offre de marché) et au mois de février 2011 (cf. idem). Depuis cette date, les volatilités du SBF 250 et de LVL qui étaient tendanciellement orientées à la baisse, repartent à la hausse dans un contexte économique globalement plus instable.

Volatilité 20 jours annualisée ( $\sigma$ ) et cours de LVL Médical (4 ans)



Durant les douze derniers mois, le cours moyen de clôture de LVL, pondéré par les volumes, a évolué dans une fourchette réduite comprise entre 14,29 € et 15,75 €, les cours quotidiens ayant atteint un plus bas de 11,05 € le 24 avril 2012 et un plus haut de 17,94 € le 8 juin 2011.

Les différentes moyennes du cours de l'action, calculées au 7 juin 2012, ainsi que le cours de clôture à cette date et les volumes échangés sont reproduits dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut (en séance)	Bas (en séance)	Cours * moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
Moyennes au 7 juin 2012 :								
12 mois	17,94	11,05	14,29	1 259 405	4 807	11,9%	53,4%	100%
6 mois	17,32	11,05	14,30	690 886	5 274	6,5%	29,3%	100%
3 mois	17,32	11,05	14,90	494 140	7 487	4,7%	21,0%	100%
20 jours de bourse	17,32	12,50	15,75	355 843	17 792	3,4%	15,1%	100%
Spot au 7 juin 2012	17,02	15,50	16,26	28 486	28 486	0,3%	1,2%	

\* Cours de clôtures pondérés par les volumes. Source : Thomson Reuters

Modeste, la rotation du flottant de l'action (53,4 % sur 12 mois) ne remet toutefois pas en cause la pertinence du critère du cours de bourse. Le taux de rotation reste ainsi cohérent avec le taux moyen observé pour des sociétés au poids équivalent dans l'indice de référence.

Ainsi, le prix de l'Offre présente une prime comprise entre 96 % et 116 % par rapport aux cours moyens de clôture pondérés par les volumes pour des durées respectives de 20 jours de bourse et de 12 mois.

A notre connaissance, le titre fait l'objet d'un suivi restreint à deux bureaux d'analyse. Avant l'annonce de l'opération, leurs objectifs de cours ressortent en ligne avec les niveaux de cotation observés au début du mois de juin 2012. Détaillés dans le tableau ci-dessous, ils sont compris entre 15 € et 16,60 €, pour une moyenne de 15,80 €, comparée à laquelle le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 96%.

Analystes	Date	Recommandation	Horizon	Objectif
Odco Securities	30/05/2012	Neutre	12 mois	15,00 €
Gilbert Dupont	27/01/2012	Achat	13 mois	16,60 €
<b>Moyenne</b>				<b>15,80 €</b>

Compte tenu de l'étroitesse du flottant du titre qui réduit l'intérêt de son suivi boursier et limite les volumes échangés, nous ne retenons le critère du cours de bourse qu'à titre secondaire.

#### 4.2.2 Actualisation des flux futurs de trésorerie, retenue à titre principal

##### a) Extrapolation du plan d'affaires

Cette approche se fonde sur le plan d'affaires établi par le management de la Société pour la période 2012-2017. Ce dernier a été retraité pour tenir compte des synergies attendues par l'Initiateur et de la mise en place d'un nouveau contrat de prestation de service avec JCL Development (cf. supra) suite à la prise de contrôle par ALSI.

Au delà des 5 années de prévision établies par la Société, nous avons retenu deux scénarii afin de refléter dans le premier cas la vision optimiste du management et dans le second de tenir compte d'un risque élevé, selon nous, d'évolution défavorable des tarifs de remboursements de soins :

- *La première approche consiste ainsi à prolonger le plan d'affaires de 5 ans pour faire converger la croissance du chiffre d'affaires linéairement d'un taux supérieur à 12,5% en 2017 à 1% en 2023, année normative, le taux de 1% étant considéré comme pérenne à long terme. Avant synergies et management fees le résultat opérationnel s'établirait à 18 % en année normative, taux comparable à la moyenne observée au cours des 4 derniers exercices, budget 2012 compris. Cette méthodologie est proche de celle retenue par la Banque Conseil de l'Initiateur (cf. infra). Elle fait ressortir pour les 10 prochains exercices une croissance moyenne du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel courant avant synergies et management fees, de respectivement 9% et 9,5% par an.*
- *La seconde approche, plus prudente, consiste à ne pas extrapoler le plan d'affaires et à calculer une valeur résiduelle sur la base d'un exercice 2018 normatif intégrant une hypothèse de croissance annuelle de l'activité de 1%.*

*Comme mentionné précédemment, le calcul de la valeur résiduelle repose sur une hypothèse de croissance à l'infini du cash flow normatif au rythme de 1 % par an. Ce taux, qui est volontairement inférieur à la moyenne des taux retenus dans les notes d'opération visées par l'AMF, soit 1,5%, nous semble intégrer le risque de nouvelles baisses des tarifs de remboursement au-delà de l'horizon de prévision du plan liées à la dégradation des comptes publics. Il convient de noter qu'une analyse de sensibilité est réalisée par nos soins et permet d'apprécier l'impact d'un demi-point de croissance à l'infini sur la valeur de l'action LVL Médical telle que résultant de l'approche par les DCF (cf. infra).*

#### *b) Taux d'actualisation*

*Le taux d'actualisation s'établit selon nos calculs à 9,25%. Il combine les paramètres et hypothèses suivants :*

- *En l'absence d'investissements de croissance externe, sur la base du plan d'affaires du management et des synergies attendues par l'Initiateur, la Société se retrouvera en situation de trésorerie nette excédentaire à horizon de 3 ans. En conséquence, il n'est pas retenu de levier d'endettement pour le calcul du coût moyen pondéré du capital, assimilé au coût des fonds propres à dette nulle.*
- *Il est retenu un coefficient de risque bêta de 0,63, égal à la moyenne pondérée par leur coefficient de détermination des bêtas historiques hors dette, calculés sur trois ans et cinq ans, de LVL Médical et de Bastide le Confort Médical. Il est à noter qu'à défaut de société strictement comparable, une approche alternative consistant à ne retenir que le seul bêta de l'action LVL Médical conduirait à un résultat sensiblement identique.*
- *La prime de risque du marché des actions est estimée à 7,48% et correspond à la moyenne calculée sur les six derniers mois au 15 juillet 2012, de la prime des sociétés de l'indice SBF 120, sur la base des abaques fournis par Fairness Finance. Cette prime indique un degré d'aversion au risque relativement élevé qui reflète les incertitudes actuelles sur l'évolution de l'économie.*
- *Le taux sans risque est de 2,80 % et correspond au rendement des OAT 10 ans calculé sur la même période que celle retenue pour le calcul de la prime de risque. Ce niveau de rendement est relativement faible et compense en partie le niveau élevé de la prime de risque.*



- Il est tenu compte enfin d'une prime de liquidité de 1,74% qui correspond, selon les données fournies par Fairness Finance, à la rentabilité additionnelle exigée des titres des sociétés de capitalisation équivalente à celle de LVL Médical comparativement à la moyenne des sociétés composant le SBF 120.

Il convient de relever que la prise en compte de paramètres relevés sur longue période, soit 10 ans, aurait conduit à un taux d'actualisation légèrement supérieur, le niveau plus élevé du rendement des OAT constaté en moyenne sur 10 ans venant compenser la prise en compte d'une prime de risque plus faible, du fait de l'impact du bêta sensiblement inférieur à l'unité (0,60) retenu pour le calcul du taux d'actualisation. Pour information, sur des moyennes établies à partir de 10 ans de relevés, le taux d'actualisation s'établirait ainsi selon nos calculs à 9,47 %.

### c) Valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres

Sur ces bases, il ressort une valeur de capitaux propres de 295 M€, égale à la moyenne des valeurs centrales découlant d'une première approche intégrant une valeur résiduelle à 5 ans (277 M€) et d'une seconde tenant compte d'une période additionnelle de 5 exercices extrapolés à partir du plan d'affaires (313 M€). Chacune de ces valeurs intègre le prix de la cession des titres de la branche allemande préalable à la présente offre, soit 43,1 M€ (cf. infra sur les opérations connexes).

Le détail du passage de la valeur d'entreprise correspondant aux activités françaises de LVL Médical à la valeur des capitaux propres consolidés figure dans le tableau ci-après :

En M€ sauf mention	Plan à 5 ans	Extrapolation à 10 ans	Moyenne
Valeur des cash flows prévisionnels	76,9	144,0	
Valeur de rente actualisée	205,3	175,0	
<b>Valeur d'entreprise VE - France</b>	<b>282,2</b>	<b>319,1</b>	<b>300,6</b>
Endettement net 31-03-2012 - France	(40,2)	(40,2)	
Frais d'émission d'emprunts à amortir sur la durée des prêts	(1,7)	(1,7)	
Provision pour litiges prud'hommaux	(0,6)	(0,6)	
Impôt différé / provision sur titres d'autocontrôle	(2,0)	(2,0)	
Provisions pour indemnités de fin de carrière nettes d'impôt	(0,2)	(0,2)	
Passifs LT	(2,8)	(2,8)	
Débloclage des SWAP suite au changement de contrôle	(1,0)	(1,0)	
Frais de conseil et d'expertise	(5,4)	(5,4)	
Frais de rachat des BSA	(0,3)	(0,3)	
Frais engendrés par l'opération	(6,8)	(6,8)	
Valeur des économies d'IS / levier financier	3,7	3,7	
<b>Valeur des capitaux propres 100% - France</b>	<b>234,3</b>	<b>271,2</b>	<b>252,7</b>
Valeur des minoritaires	(0,9)	(0,9)	
<b>Valeur des capitaux propres part du groupe - France</b>	<b>233,4</b>	<b>270,3</b>	<b>251,9</b>
Valeur des titres LVL Allemagne	43,1	43,1	
<b>Valeur des capitaux propres consolidés part du groupe</b>	<b>276,5</b>	<b>313,4</b>	<b>295,0</b>

Selon qu'il soit retenu 5 ou 10 ans de prévisions, le nombre d'actions dilué s'établit dans une fourchette comprise entre 9 929 157 et 9 946 580, sur la base des options de souscription existantes et de l'annulation potentielle

théorique des actions créées avec les fonds levés à l'occasion de leur exercice, et des titres d'autocontrôle existants à fin juin 2012 :

Valeur en € / action		Plan à 5 ans	Extrapolation à 10 ans
<b>Valeur des capitaux propres consolidés part du groupe</b>	<b>(M€)</b>	<b>276,5</b>	<b>313,4</b>
Nombre de titres non dilué		10 569 383	10 569 383
Dilution / BSAAR		-	-
Dilution / options de souscription		299 882	317 305
Titres d'autocontrôle		(940 108)	(940 108)
Nombre d'actions dilué		9 929 157	9 946 580
<b>Valeur de l'action LVL Médical</b>		<b>27,85 €</b>	<b>31,51 €</b>

Selon nos calculs, et compte tenu du nombre d'actions, il ressort une valeur centrale de 29,68 €, vis-à-vis de laquelle le prix offert de 30,89 € fait ressortir une prime de 4%. Toujours selon nos calculs, les synergies prises en compte (cf. supra) ont un impact positif sur la valeur compris entre 4,50 € et 5,50 € par action.

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

Nombre d'années de prévision : 5 ans				10 ans					
En €/action		CMPC			En €/action		CMPC		
		9,75%	9,25%	8,75%			9,75%	9,25%	8,75%
Croissance	0,50%	25,28	26,84	28,59	Croissance	0,50%	28,49	30,39	32,54
	1,00%	26,15	<b>27,85</b>	29,77		1,00%	29,44	<b>31,51</b>	33,85
	1,50%	27,12	28,98	31,10		1,50%	30,51	32,76	35,33
<b>Moyenne 5 ans / 10 ans :</b>									
En €/action		CMPC			En €/action		CMPC		
		9,75%	9,25%	8,75%			9,75%	9,25%	8,75%
		0,50%	26,88	28,62			30,57	0,50%	27,80
Croissance	1,00%	27,80	<b>29,68</b>	31,81	1,00%	28,82	30,87	33,22	
	1,50%	28,82	30,87	33,22	1,50%				

#### 4.2.3 Comparables boursiers

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

##### a) Description de l'échantillon

A notre connaissance, il n'existe pas de société cotée répondant à l'ensemble des critères de comparabilité énoncés précédemment. A défaut, il a été constitué un échantillon de 2 sociétés présentes dans le secteur des soins médicaux ou de l'appareillage médical : Bastide le Confort Médical et Générale de Santé.

- Bastide le Confort Médical réalise 36% de son chiffre d'affaires dans l'appareillage de matériels d'assistance respiratoire, de nutrition-perfusion, de stomathérapie et d'urologie, le solde provenant de la vente ou de la location de fournitures pour le maintien à domicile ou en collectivité, secteur duquel LVL Médical s'est retiré fin 2008. A la différence de LVL, Bastide le Confort Médical dispose d'un réseau de 81 magasins et de 10 en franchise. En 2010-2011 (comptes clos au 30 juin), la société employait 901 personnes et son chiffre d'affaires consolidé s'établissait à 109,1 M€, réalisé exclusivement en France. La rentabilité du groupe, qui réalise près du quart de son activité auprès des collectivités, a été pénalisée en 2008 par l'évolution de la réglementation relative à la gestion des dépenses d'appareillage des personnes résidentes en EPHAD<sup>13</sup>. La marge opérationnelle du groupe est ainsi passée de 10,4% en 2007-2008 à 4,9% en 2008-2009 pour s'établir à 6% en 2010-2011, 6,6% au 1<sup>er</sup> semestre 2011-2012, contre près de 15,5% pour les activités françaises de LVL Médical au premier semestre 2011-2012, avant charges sur options de souscription et après affectation des management fees afférents au chiffre d'affaires réalisé en Allemagne.
- Générale de Santé est le premier groupe privé de soins et de services à la santé en France avec un chiffre d'affaires de 1 955 M€ en 2011. Au cours de cet exercice, le groupe gérait 105 hôpitaux privés et cliniques en France et un établissement en Italie et employait 19 361 personnes, non compris les médecins qui exercent leur activité à titre libéral. Les soins prodigués en cliniques et en hôpitaux englobent la médecine, la chirurgie, l'obstétrique, la cancérologie, la psychiatrie, l'imagerie médicale, les soins de suite et de réadaptation. En 2009, le groupe a cédé ses activités d'appareillage pour soins à domicile, GDS Domicile qui réalisait 42 M€ de chiffre d'affaires. En 2011, la marge opérationnelle consolidée du groupe s'établissait à 6,4% et ressort à 8,2% au 1<sup>er</sup> semestre 2012.

Sur la base des cours moyens pondérés 1 mois au 1er août 2012, les multiples d'EBIT des sociétés de l'échantillon sont les suivants :

VE/EBIT	mars-12	mars-13	mars-14	mars-15
BASTIDE LE CONFORT MEDICAL	10,47x	8,85x	7,82x	6,98x
GENERALE DE SANTE	11,83x	11,58x	10,43x	9,43x
Moyenne	11,15x	10,21x	9,13x	8,20x

PER	mars-12	mars-13	mars-14	mars-15
BASTIDE LE CONFORT MEDICAL	13,66x	11,25x	9,66x	8,67x
GENERALE DE SANTE	12,71x	12,24x	10,81x	9,69x
Moyenne	13,19x	11,74x	10,24x	9,18x

Sources : IBES - Thomson Reuters - notes d'analyse

<sup>13</sup> Etablissement d'Hébergement pour Personnes Agées Dépendantes

#### *b) Application des multiples boursiers aux prévisions de la Société*

*Le multiple de chiffre d'affaires n'a pas été retenu, la rentabilité opérationnelle des sociétés de l'échantillon étant en moyenne structurellement inférieure à celle de LVL Médical. Par ailleurs, les comparables présentant des degrés d'intensité capitalistique<sup>14</sup> variables et en moyenne supérieurs à celui de la Société, seuls sont retenus les multiples portant sur les soldes intermédiaires de gestion calculés après dotation aux amortissements. Enfin, les sociétés de l'échantillon présentent des leviers d'endettement supérieurs à ceux de la Société. La valeur des économies d'impôts qui en résulte tend à accroître leur valeur d'entreprise et à surestimer les multiples de résultat opérationnel applicables à LVL. Inversement, compte tenu des taux d'intérêts actuels, le multiple de résultat net (PER) moyen de l'échantillon tend à sous-estimer le PER applicable à la Société. Pour compenser ces deux biais contraires, il est retenu la moyenne des multiples de résultat opérationnel et de résultat net.*

*En appliquant les multiples moyens de l'échantillon aux données prévisionnelles 2013-2015 de la Société, nous aboutissons à une valorisation de l'action comprise entre 18,3 € et 20,7 €, avec une valeur cible de 19,6 € comparée à laquelle le prix de l'offre fait ressortir une prime de 58%.*

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

#### *4.2.4 Transactions comparables récentes*

*Nous avons identifié 3 transactions récentes intervenues dans le domaine de l'appareillage de santé.*

*Deux de ces acquisitions ont été réalisées par le groupe Air Liquide :*

- En février 2010, la société française Dinno Santé, spécialisée dans l'équipement à domicile d'appareils d'insulinothérapie et qui réalisait au 31 décembre 2009 un chiffre d'affaires de 16 M€ pour une marge opérationnelle de plus de 17%.*
- En juillet 2012, la société espagnole Gasmedi, spécialisée dans l'appareillage respiratoire à domicile et à l'hôpital. Au 31 décembre 2011, cette société réalisait un chiffre d'affaires de 82 M€ pour une marge opérationnelle supérieure à 30%.*

*La troisième transaction retenue a été réalisée en avril 2012 par le groupe allemand Linde, concurrent d'Air liquide. Elle portait sur la branche Homecare européenne d'Air Products and Chemicals Inc., spécialisée dans l'appareillage à domicile, respiratoire et perfusion. Cette branche d'activité réalisait au 30 septembre 2009 un chiffre d'affaires annuel de près de 250 M€, pour moitié en Espagne, 14% en France, avec une marge opérationnelle supérieure à 20%.*

---

<sup>14</sup> Rapport des immobilisations corporelles et incorporelles brutes hors écarts d'acquisition au chiffre d'affaires

*Selon nos bases de données, ces transactions extériorisent un multiple médian de résultat opérationnel (VE/EBIT) de 12,5 x. Appliqué au budget de la Société, en intégrant l'effet en année pleine des synergies attendues du rapprochement avec ALSI, ce multiple conduit à une valeur centrale de 23,3 € par action, comprise dans une fourchette de 15,4 € à 25,7 €.*

*Par rapport à la valeur centrale de 23,3 €, le prix de l'Offre présente une prime de 33%. Ces résultats fondés sur des opérations récentes réalisées par l'Initiateur ou par son principal concurrent, sont retenus à titre principal dans le cadre de notre approche multicritères.*

*Pour information, nous n'avons pas retenu l'acquisition de Lincare par Linde intervenue en juillet 2012 au prix de 41,5 USD par action, les activités de la cible localisées en Amérique du Nord étant par conséquent trop éloignées du contexte européen et Français en particulier.*

#### *4.2.5 Cession du bloc de contrôle*

*La cession à ALSI par la famille Lavorel de l'ensemble des titres qu'elle détient dans la Société au prix de 30,89 €, soit 52,7% du capital et 65,8% des droits de vote, constitue selon nous une référence forte dans la mesure où notre analyse des opérations connexes à cette transaction, notamment de la reprise de LVL Allemagne, n'est pas, selon nous, de nature à rompre le principe d'égalité de traitement entre actionnaires (cf. § VI de notre rapport). Il convient de rappeler que ce prix a également été accepté par la famille Haby et par Malakoff Médéric, ces actionnaires détenant respectivement 3,2% et 14,5% du capital et étant liés par des pactes d'actionnaires à la Famille Lavorel.*

*Le prix de 30,89 € payé par ALSI pour acquérir le Bloc de contrôle est ainsi identique à celui retenu pour la présente Offre.*

## 5. OFFRE CONCERNANT LES BSAAR

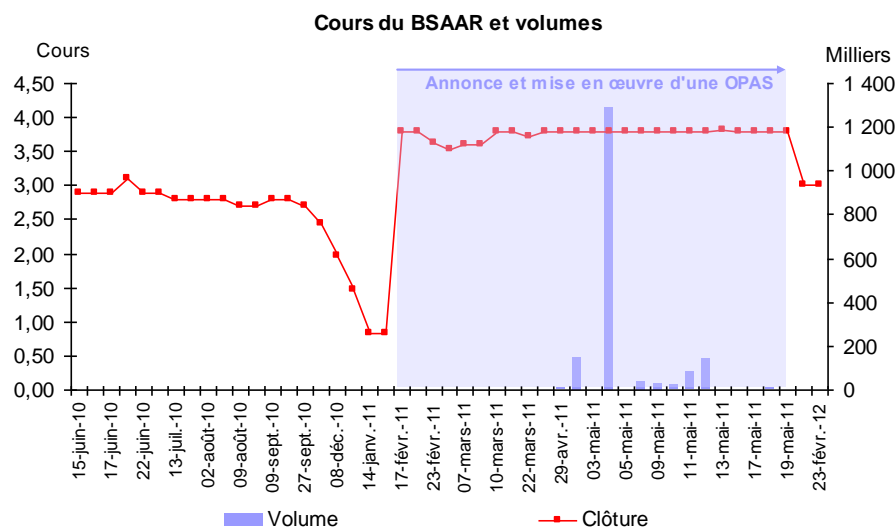
Les bons de souscription, ci-après les BSAAR<sup>15</sup>, ont été émis le 12 juin 2008, attachés à un emprunt obligataire de 60 M€, sous forme d'OBSAAR, la partie obligataire ayant été remboursée depuis lors (cf. supra). Au nombre de 1 800 000 à l'émission et détenus à hauteur de 88% par la famille Lavorel, les BSAAR ont fait l'objet d'une offre publique d'achat simplifiée en mai 2011 au prix de 3,80 € à laquelle ont été apportés 98,5% des bons visés. Les BSAAR encore en circulation visés par la présente Offre sont au nombre de 26 322. Ils sont détenus par le public et sont cotés par Euronext Paris (FR0010617027).

A l'origine, les BSAAR étaient incessibles jusqu'au 13 juin 2010 inclus, puis admis aux négociations et exerçables à tout moment jusqu'au 13 juin 2015 inclus, au prix de 21,88 € pour une action, avec un seuil de forçage de 30,63 €, actif à compter du 13 juin 2013.

Conformément à la note d'émission (cf. § 4.2.2.4.3), en cas d'offre publique visant les actions de la Société initiée par un tiers et déclarée recevable, susceptible d'entraîner un changement de contrôle, il est prévu une formule de calcul ayant pour effet d'abaisser le prix d'exercice des BSAAR qui bénéficie uniquement aux porteurs demandant l'exercice de leurs bons. En l'espèce, et selon nos calculs, le prix d'exercice s'établit à 19,27 € ce qui, comparé au prix offert de 30,89 € par action, confère au BSAAR une valeur intrinsèque de 13,20 €, strictement égale au prix proposé dans le cadre de la présente Offre.

A titre d'information, nous avons analysé le cours des BSAAR et déterminé leur valeur théorique hors mise en œuvre de la clause 4.2.2.4.3 de la note d'émission prévue en cas d'offre publique.

### a) Cours de bourse



Compte tenu de l'étroitesse de leur flottant, les BSAAR n'ont jamais été échangés dans des volumes significatifs. Leur cotation a du reste été irrégulière, voire sporadique, notamment depuis la mise en œuvre de l'OPAS de mai

<sup>15</sup> Bon de Souscription et / ou d'Acquisition d'Actions Remboursables

2011. Ainsi, entre la fin de cette offre et l'annonce de l'Opération le 7 juin 2012, les BSAAR n'ont été échangés qu'au cours de deux séances, les 22 et 23 février, au cours de 3 € pour un volume total de 2 500 titres. En conséquence, le cours de bourse du BSAAR n'est pas une référence significative.

*b) Valeur théorique du BSAAR*

Pour évaluer le BSAAR par une approche binomiale, nous avons retenu en hypothèse centrale une volatilité cible de 30% du rendement de l'action, ce qui correspond à la moyenne arrondie des volatilités observées au 7 juin 2012, calculées sur 3 ans (28,5%), 2 ans (28,5%) et 1 an (30,5%). S'agissant de l'évaluation d'une option de durée résiduelle égale à 3 ans, nous privilégions en effet des périodes d'observation équivalentes ou au moins égale à 1 an.

Le second paramètre clé de l'évaluation est le cours de référence de l'action LVL. Ce dernier se situe dans une fourchette comprise entre 15,75 €, correspondant au cours de bourse de clôture moyen pondéré sur 20 séances, arrêté au 7 juin 2012, et 30,89 €, soit le prix de l'Offre. A titre d'information, les autres valeurs correspondent à l'objectif de cours des analystes avant annonce de l'Offre (15,80 €), la valeur par les DCF hors synergie (24,68 €) et la valeur par les DCF après synergies (29,68 €).

Les autres paramètres sont :

- le taux sans risque à 3 ans qui s'établit à 0,81 % tel qu'il ressort des taux des emprunts d'Etat français communiqués par la banque de France au 7 juin 2012 ;
- la prise en compte d'un taux des prêts – emprunts de titres estimé à 2% ;
- une hypothèse d'absence de dividende au cours des 3 prochaines années au regard de la politique de distribution de la Société (cf. supra).

A partir de ces paramètres, d'une parité de conversion de 1,033 induisant un prix d'exercice ajusté de 21,18 € ainsi qu'un seuil de forçage de 29,65 €, il ressort selon nos calculs des valeurs centrales du BSAAR comprises entre 9,5 € et 10,45 € vis-à-vis desquelles le prix offert de 13,20 € fait ressortir une prime comprise entre 26% et 39%. La sensibilité de l'évaluation aux paramètres clés que sont la valeur du sous-jacent et la volatilité de son rendement est résumée ci-après :

Valeur du BSA (en €)		Valeur de l'action LVL Médical				
		15,75 €	15,80 €	24,68 €	29,68 €	30,89 €
Volatilité	20,0%	0,56	0,58	4,69	8,68	9,78
	25,0%	0,96	0,96	5,21	9,08	10,09
	<b>30,0%</b>	1,37	1,39	5,80	<b>9,50</b>	<b>10,45</b>
	35,0%	1,75	1,77	6,30	9,96	10,82
	40,0%	2,09	2,10	6,72	10,41	11,26

## 6. ANALYSE DES OPERATIONS CONNEXES

---

### 6.1 LVL Allemagne

*Dans le cadre de la mission d'expert indépendant qui nous a été confiée, décision confirmée par le conseil d'administration du 7 juin 2012, nous avons été chargés de déterminer si le prix de la cession de l'ensemble des filiales allemandes (ci-après LVL Allemagne ou les Activités allemandes) de LVL à une entité contrôlée par la famille Lavorel, envisagée dans le cadre plus général de la cession du Groupe à un acteur industriel, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de LVL. Les développements suivants reprennent et développent le texte de l'attestation d'équité que nous avons remise au conseil d'administration le 14 juin 2012.*

#### 6.1.1 Contexte, diligences et limites de notre intervention

*Comme indiqué supra, la famille Lavorel, qui détient près de 52,7 % du capital de LVL, a initié un processus compétitif de cession du Groupe, les Activités allemandes étant rachetées à LVL lors de la cession du Bloc de contrôle. La quote-part de capital devant être ainsi cédée hors marché représente 70,5 % du capital de LVL, étant précisé que le Groupe détient environ 9 % de ses propres actions. Conformément à la réglementation boursière, l'acquéreur des blocs est tenu d'initier une offre publique d'achat simplifiée visant les actions et les titres donnant accès au capital qu'il ne détient pas encore.*

*A l'issue du processus d'enchères, les deux offres retenues ont été présentées par les groupes Air Liquide, via sa filiale Air Liquide Santé International ou ALSI, et par un autre groupe, tous deux étant des acteurs de premier plan du secteur des gaz industriels. L'offre la mieux-disante est celle remise par ALSI le 4 juin 2012, après négociations les 5 et 6 juin. Elle s'établit à 30,89 € par action LVL et est proposée tant aux cédants du Bloc de contrôle qu'à l'occasion de l'OPAS. Il est précisé que les deux offres envisageaient la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires viendraient à détenir moins de 5 % du capital ou des droits de vote de LVL.*

*Par ailleurs, chacune des deux offres engageantes présentait également un prix de cession des activités allemandes à une société contrôlée par la famille Lavorel (ci-après l'Acquéreur), compris entre 62,5 M€ et 65 M€, qui après négociations les 5 et 6 juin ont conduit à une valeur d'entreprise de 80 M€. Cette valeur d'entreprise implique une valeur des capitaux propres de 43,1 M€, tenant compte d'une dette financière nette de 34,3 M€ et de divers ajustements, dont la valeur des intérêts minoritaires, pour un montant total de 2,7 M€.*

*Dans ce contexte, le rachat des Activités allemandes constitue une opération connexe à l'Offre susceptible d'avoir un impact significatif sur le prix et par conséquent de remettre en cause le principe de l'égalité de traitement des actionnaires. Ainsi, l'expert indépendant mandaté dans le*



cadre de l'Offre est amené à se prononcer sur l'équité pour les actionnaires minoritaires des conditions financières de cette cession préalable à l'Offre.

Pour former notre opinion, nous avons rencontré le management du Groupe et nous nous sommes notamment entretenu avec le directeur général délégué, Stanislas Lavorel, et avec le directeur de LVL Allemagne, Lars Uhlen. Nous avons pris connaissance du plan d'affaires relatif aux exercices 2011-2012 à 2016-2017. Par ailleurs, nous avons disposé d'une analyse des performances financières depuis 2008-2009. Enfin, il nous a été indiqué qu'il est envisagé de mettre en place une convention de prestation de management entre l'Acquéreur et LVL Allemagne sur le modèle de celle existante antérieurement au niveau de Groupe, dont le taux de rémunération demeurerait inchangé, soit 1,35 % du chiffre d'affaires.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des contributions des Sociétés aux comptes consolidés du Groupe qui nous ont été présentés. S'agissant des prévisions financières, que nous avons pu examiner avec les dirigeants, il nous a été notamment affirmé qu'elles avaient été établies au mieux de leur connaissance, et qu'à la date d'émission du présent rapport, le management n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

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

#### 6.1.2 Performances financières historiques de LVL Allemagne

Comme mentionné précédemment (cf. supra, le chapitre III de notre rapport), LVL s'est développée en Allemagne par croissance externe et en ouvrant de nouvelles agences afin de constituer un réseau national. Le nombre d'agences a ainsi doublé en 5 ans, passant de 22 en 2006 à 44 en 2010, ce qui explique la croissance rapide du chiffre d'affaires et l'érosion de la marge d'exploitation enregistrées au cours des 6 derniers exercices. Ces évolutions sont retracées dans le tableau ci-après qui intègre, pour plus de clarté, la quote-part analytique de management fees que le Groupe supporte au titre du chiffre d'affaires réalisé en Allemagne :

Compte de résultat (en M€) après management fees	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	TMVA / Moyenne
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>14,25</b>	<b>18,27</b>	<b>25,63</b>	<b>34,49</b>	<b>49,60</b>	<b>58,89</b>	<b>65,04</b>	<b>28,8%</b>
Variation		28,2%	40,3%	34,6%	43,8%	18,7%	10,4%	
Variation hors croissance externe		28,2%	34,2%	20,5%	10,0%	11,2%	0,3%	17,4%
Achats et charges	(2,65)	(3,32)	(4,30)	(4,55)	(6,31)	(9,31)	(10,46)	25,7%
En % du CA	-18,6%	-18,2%	-16,8%	-13,2%	-12,7%	-15,8%	-16,1%	-15,9%
Charges de personnel	(9,82)	(12,48)	(17,97)	(26,25)	(37,84)	(44,79)	(48,39)	30,5%
En % du CA	-68,9%	-68,3%	-70,1%	-76,1%	-76,3%	-76,0%	-74,4%	-72,9%
Autres produits et charges	0,19	(0,09)	0,31	(0,03)	(0,23)	0,60	0,76	25,9%
<b>EBE avant mgt fees</b>	<b>1,98</b>	<b>2,38</b>	<b>3,68</b>	<b>3,66</b>	<b>5,23</b>	<b>5,39</b>	<b>6,96</b>	<b>23,3%</b>
En % du CA	13,9%	13,0%	14,3%	10,6%	10,5%	9,1%	10,7%	11,7%
Dotations aux amortissements	0,08	(0,11)	(0,17)	(0,22)	(0,36)	(0,51)	(0,58)	ns
En % du CA	0,5%	-0,6%	-0,7%	-0,6%	-0,7%	-0,9%	-0,9%	-0,5%
Dotations aux provisions	-	(0,10)	0,02	(0,04)	(0,07)	(0,05)	(0,01)	ns
<b>Résultat opérationnel avant mgt fees</b>	<b>2,05</b>	<b>2,18</b>	<b>3,53</b>	<b>3,41</b>	<b>4,80</b>	<b>4,83</b>	<b>6,36</b>	<b>20,7%</b>
En % du CA	14,4%	11,9%	13,8%	9,9%	9,7%	8,2%	9,8%	11,1%
Management fees	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	ns
En % du CA	-1,35%	-1,35%	-1,35%	-1,35%	-1,35%	-1,35%	-1,35%	-1,35%
<b>Résultat opérationnel après Mgt fees</b>	<b>1,86</b>	<b>1,93</b>	<b>3,19</b>	<b>2,95</b>	<b>4,13</b>	<b>4,03</b>	<b>5,48</b>	<b>19,7%</b>
En % du CA	13,06%	10,57%	12,43%	8,54%	8,33%	6,85%	8,43%	9,7%

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, le chiffre d'affaires a progressé de 28,8% par an en moyenne au cours des six derniers exercices. Retraité de la croissance externe, la progression s'établit selon nos calculs à 17,4%, avec une nette tendance au ralentissement à partir de 2009 qui traduit une baisse des ouvertures de nouvelles agences. En 2011, en l'absence d'ouverture de nouvelles agences, la croissance est ainsi quasi-nulle<sup>16</sup>.

L'activité de soins infirmiers développée par LVL en Allemagne nécessite très peu d'investissements immobilisés. Son retour sur capitaux engagés est toutefois obéré par les goodwill comptabilisés lors des acquisitions. Comme indiqué dans le tableau de financement ci-après, l'essentiel des investissements a ainsi concerné les opérations de croissance externe, et leur financement a été en partie assuré par le compte courant envers le Groupe.

Tableau de financement en M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Cumul 2006-2011
Résultat net	1,54	2,98	4,02	3,34	3,50	4,73	20,11
Dotations	0,20	0,14	0,25	0,43	0,56	0,60	2,18
Plus-values et divers	0,00	(0,41)	(0,14)	0,07	0,02	0,00	(0,47)
<b>CAF</b>	<b>1,75</b>	<b>2,71</b>	<b>4,13</b>	<b>3,83</b>	<b>4,07</b>	<b>5,33</b>	<b>21,82</b>
Variation de BFR	(0,94)	(1,81)	(0,85)	1,43	(1,24)	0,59	(2,82)
Investissements	(0,24)	(0,44)	(0,37)	(0,78)	(0,54)	(2,29)	(4,65)
Variations de périmètre et divers	0,48	(1,95)	(1,76)	(13,79)	(11,37)	(2,12)	(30,51)
Variation de l'endettement	(0,85)	2,12	7,88	3,04	7,83	(0,11)	19,91
Variations des fonds propres	(0,15)	(0,13)	(0,11)	(0,188)	(0,19)	(0,02)	(0,78)
<b>Variations de trésorerie</b>	<b>0,06</b>	<b>0,51</b>	<b>8,92</b>	<b>(6,46)</b>	<b>(1,44)</b>	<b>1,38</b>	<b>2,97</b>

Il résulte de ces évolutions une érosion continue du rendement des capitaux engagés (ROCE), passé de 19,3% à 12,8%. Toutefois, hors croissance externe (hors goodwill), et de par sa faible intensité capitalistique, l'activité allemande dégage un ROCE de 80,3% en 2011. Compte tenu des contraintes qui pèsent elles aussi sur les dépenses de santé en Allemagne, ce niveau de rendement ne nous semble pas pérenne.

<sup>16</sup> Hors croissance externe : 0,3%

ROCE	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat opérationnel avant management fees	2,05	2,18	3,53	3,41	4,80	4,83	6,36
Impôt normatif	(0,31)	(0,33)	(0,53)	(0,51)	(0,72)	(0,72)	(0,95)
Taux normatif	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<b>Résultat net à dette nulle (normatif)</b>	<b>1,75</b>	<b>1,85</b>	<b>3,00</b>	<b>2,90</b>	<b>4,08</b>	<b>4,10</b>	<b>5,41</b>
Actif d'exploitation	9,03	10,24	14,69	17,11	30,39	42,12	42,20
Actif d'exploitation avant goodwill	0,17	1,08	3,22	5,55	4,84	6,69	6,77
<b>ROCE moyen y c. goodwill</b>	<b>19,3%</b>	<b>19,2%</b>	<b>24,1%</b>	<b>18,2%</b>	<b>17,2%</b>	<b>11,3%</b>	<b>12,8%</b>
ROCE moyen avant goodwill	ns	296,7%	139,6%	66,1%	78,5%	71,1%	80,3%

### 6.1.3 Méthodologie

*Il a été mis en œuvre à titre principal une évaluation intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou méthode du DCF (discounted cash flow). A notre connaissance, il n'existe pas de société cotée comparable à LVL Allemagne. Pour cette raison, et uniquement à titre de recoupement, nous avons développé la méthode des comparables boursiers sur la base d'un échantillon du secteur de la santé. Enfin, en l'absence de transactions comparables récentes externes au Groupe, nous avons étudié les multiples issus des acquisitions réalisées par le Groupe en Allemagne.*

### 6.1.4 Evaluation par l'approche DCF

#### Données d'exploitation retenues

*L'évaluation par l'actualisation des flux futurs de trésorerie ou DCF<sup>17</sup>, se fonde sur le plan d'affaires établi par le management à l'horizon de 5,5 ans, s'achevant au 30 septembre 2017. Les prévisions reposent sur des hypothèses de continuité de l'exploitation, de progression du chiffre d'affaires de 3 % par an hors effet de périmètre et s'accompagnent de gains de productivité. Compte tenu des acquisitions réalisées en 2011 et en 2012, et de leur effet sur l'activité en année pleine, le chiffre d'affaires progresserait de 8,3 % par an en moyenne sur la durée du plan entre les exercices 2010-2011 et 2016-2017.*

*Parallèlement, la marge d'exploitation progresserait de 9,8 % à 12 % hors management fees. Pour nos calculs, il est tenu compte de la mise en place d'une convention de prestation de services et de management entre l'Acquéreur et LVL Allemagne, dont il est envisagé de fixer le taux à 1,35 %, soit un taux identique à celui en vigueur actuellement entre JCL Finances et LVL Médical Groupe.*

*Il convient de noter que le niveau de croissance endogène de 3 % par an retenu pour le chiffre d'affaires constitue une hypothèse raisonnablement optimiste selon le management, au regard de la difficulté que rencontrent les entreprises du secteur à répondre à la demande de soins du fait de la pénurie d'infirmières.*

<sup>17</sup> DCF pour Discounted Cash Flow

*Dans la mesure où la société a publié ses résultats semestriels au 31 mars 2012, il est tenu compte de la position bilancielle à cette date, le premier flux prévisionnel étant celui du second semestre fiscal de la Société, du 1<sup>er</sup> avril 2012 au 30 septembre 2012.*

*Au-delà de l'horizon de prévision, il est calculé une valeur terminale par une formule de rente à l'infini. A cette fin, il est retenu la rentabilité attendue en 2016-2017 qui correspond à la rentabilité de LVL Allemagne, une fois son réseau d'agences actuel parvenu à maturité. Enfin, il est tenu compte d'un taux de croissance normatif de l'activité de 1,0 % par an. Ce taux est légèrement inférieur à l'anticipation habituellement retenue pour des sociétés matures, soit 1,5 %, mais nous semble raisonnable s'agissant d'une activité tributaire des contraintes budgétaires imposées par les caisses d'assurance maladie et de la difficulté de recruter des personnels qualifiés pour faire face à la demande de soins.*

#### Taux d'actualisation

*Les flux prévisionnels de trésorerie sur lesquels repose l'évaluation sont issus de l'exploitation (ou cash-flows d'exploitation) et sont calculés après variation du besoin en fonds de roulement (BFR) et investissements. Ces flux supportent un taux d'impôt dérogatoire de 15 % en raison de l'activité exercée.*

*Sur la base des hypothèses de désendettement rapide qui découlent du plan d'affaires, les flux de trésorerie futurs sont actualisés au coût des fonds propres à dette nulle, estimé par nos soins à 10,70 %.*

*Du fait de l'objectif de l'opération et de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire, le calcul du taux d'actualisation repose sur des moyennes à long terme afin de limiter l'incidence des crises financières qui ont frappé les marchés financiers depuis septembre 2008 et ont entraîné une augmentation sensible du niveau de la prime de risque exigée par les investisseurs. Ainsi, il a été retenu la moyenne sur 10 ans au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 des primes publiées par Associés en Finance, soit 5,94 %, et corrélativement la moyenne sur 10 ans du rendement du Bund à 10 ans, soit 3,84 %, le choix de Bund au lieu de l'OAT n'ayant pas d'incidence sur cette durée.*

*Le coefficient bêta s'établit à 0,65 et correspond à la moyenne pondérée par les coefficients de détermination ( $r^2$ ) des bêtas hors dette d'un échantillon constitué de 6 sociétés spécialisées dans les soins médicaux. Cet échantillon comprend 5 sociétés américaines, Almost Family, Gentiva Health Care, Davita, Lincare Holdings, Amedisys, et un groupe international principalement basé en Europe, Fresenius.*

*Nous avons enfin retenu une prime de risque spécifique de 3 % traduisant la taille modeste de la Société et le caractère intuitu personae de son organisation. Ce niveau correspond à celui observé sur une longue période dans les notes d'offre visées par l'AMF pour l'évaluation de sociétés de taille comparable, c'est-à-dire dont la capitalisation boursière est inférieure à 50 M€.*

*Il convient de relever que le traitement de données reposant sur des moyennes 6 mois aurait conduit à un taux d'actualisation supérieur de 0,70 % à celui retenu du fait de la prise en compte d'une prime de 7,99% par rapport au Bund dont le rendement moyen s'établit à 2,57%.*

### Valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres

Par cette approche, la valeur d'entreprise de LVL Allemagne ressort à 81,9 M€. La valeur des capitaux propres s'obtient en retranchant de celle-ci le montant des provisions pour risques et charges et la position financière nette au 31 mars 2012, essentiellement constituée d'un compte courant débiteur envers LVL.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres est présenté dans le tableau ci-après :

	En M€
Valeur des cash flows 2012-2017	29,0
Valeur de rente actualisée	52,9
<b>Valeur d'entreprise VE</b>	<b>81,9</b>
Endettement net 31-03-2012	(34,3)
Passifs LT	(0,7)
V(reports déficitaires)	0,7
V(économies d'IS / frais financiers)	0,6
<b>Valeur des capitaux propres 100 %</b>	<b>48,3</b>
Valeur des minoritaires	(2,9)
<b>Valeur des capitaux propres part du groupe</b>	<b>45,4</b>

Comme indiqué dans le tableau ci-avant, la valeur centrale des capitaux propres s'établit à 45,4 M€. Elle s'inscrit dans une fourchette comprise entre 36 M€ et 58 M€ en faisant varier de 1 % le taux d'actualisation et de 0,5 % le taux de croissance à l'infini. Les multiples implicites résultant de notre approche, qui intègre la mise en place de la convention de prestations de services et de management décrite supra, sont les suivants :

	2012	2013	2014
VE/EBE	10,5x	9,0x	8,8x
VE/REX	11,6x	9,9x	9,6x

Pour information, avant management fees, les multiples implicites sont les suivants :

	2012	2013	2014
VE/EBE	9,2x	8,0x	7,8x
VE/REX	10,1x	8,7x	8,4x

Le prix proposé de 43 M€ pour le rachat de LVL Allemagne présente une décote de 5 % par rapport à la valeur centrale de l'approche par les DCF, qui ne nous semble pas significative.

#### 6.1.5 Recouplement par la méthode des comparables boursiers

En l'absence de sociétés cotées comparables, nous avons constitué un échantillon de trois sociétés françaises ou européennes du secteur de la santé avec Bastide le Confort Médical, Générale de Santé et Fresenius Medical Care. Compte tenu de la taille disproportionnée de cette dernière référence comparée

aux Activités allemandes, la capitalisation boursière de Fresenius s'établissant à 12,6 Mds €, nous avons appliqué une décote de 30 % aux multiples de cette dernière.

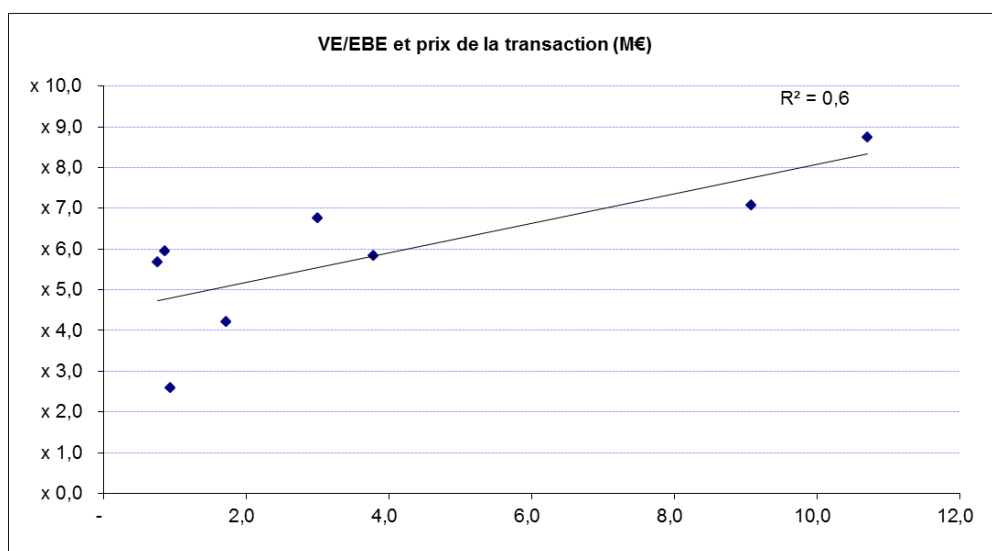
L'importance des écarts de rentabilité et d'intensité capitalistique entre notre échantillon et LVL Allemagne nous a amené à privilégier les multiples de résultat d'exploitation après impôt et de résultat net, calculés sur la base de cours moyens 1 mois arrêtés au 25 mai 2012. On notera que le résultat d'exploitation après impôt a été mis en œuvre afin de pouvoir intégrer le faible niveau d'imposition des Activités allemandes à évaluer, ainsi que le multiple de résultat net. Ces multiples sont appliqués aux exercices 2011-2012 à 2014-2015.

Selon nos calculs, il ressort de cette approche une valeur centrale de 43,7 M€, comprise entre 30 M€ et 53 M€. Le prix proposé de 43 M€ pour le rachat de LVL Allemagne s'inscrit donc dans cette fourchette.

En dépit de la convergence des résultats auxquels conduit cette méthode par rapport à celle du DCF, nous rappelons qu'elle n'est développée qu'à titre de recoupement au regard des limites de notre échantillon.

#### 6.1.6 Transactions réalisées en Allemagne par LVL Groupe

Dans le cadre de nos travaux, nous avons également pris connaissance des acquisitions réalisées par LVL Allemagne depuis juillet 2007. Sur la base des informations communiquées par la Société, les multiples d'EBE de ces acquisitions ressortent dans une fourchette comprise entre x 2,6 et x 8,7. Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, les multiples sont corrélés avec la taille des entreprises cibles :



En retenant les acquisitions dont le prix est supérieur à 2 M€, il ressort de nos calculs un multiple moyen de x 7,1. Appliqué aux agrégats du budget 2011-2012 et prévisionnels 2012-2013 et 2014, avant management fees, ce multiple conduit aux valeurs présentées dans le tableau suivant :

en M€	2011-2012b	2012-2013e	2013-2014e
Ebitda	8,9	10,2	10,5
Multiple d'Ebitda	x 7,1	x 7,1	x 7,1
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>63,2</b>	<b>72,6</b>	<b>74,8</b>
Dette nette	(34,3)	(34,3)	(34,3)
Autres ajustements	-	-	-
Intérêts minoritaires	(1,7)	(2,3)	(2,4)
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>27,2</b>	<b>36,0</b>	<b>38,1</b>

Pour prendre en considération les effets de périmètre, il nous semble que ce multiple doit être appliqué aux agrégats des exercices 2012-2013 et 2013-2014, ce qui aboutit à des valeurs de capitaux propres comprises entre 36 M€ et 38,1 M€. Sur ces bases, le prix de cession des Activités allemandes extériorise une prime comprise entre 13 % et 19 %.

Néanmoins, il convient de souligner que les acquisitions réalisées en Allemagne au cours des exercices précédents portaient sur des sociétés locales de petite taille comparées à l'ensemble organisé constitué par LVL Allemagne, qui bénéficie d'un effet de taille et de diversification du risque dans un pays fédéral. Ainsi, il nous semble que les valeurs issues de l'application du multiple moyen de transactions constituent une fourchette basse de valorisation des Activités allemandes.

En tant que bas de fourchette, cette approche représente, du fait du nombre d'observations, une référence pertinente de valeur que nous retenons à titre principal à l'instar de la méthode du DCF.

#### 6.1.7 Autres éléments d'appréciation

Le management de la Société nous a communiqué une offre non engageante en date du 1<sup>er</sup> août 2011 d'un fonds allemand proposant au Groupe l'acquisition des Activités allemandes pour une valeur nulle des capitaux propres, moyennant le remboursement de la dette financière estimée de LVL Allemagne, soit 25 M€ à l'époque.

Cette proposition, extériorisant une valeur d'entreprise de 25 M€, reposait sur un multiple d'Ebit de x 5,1 appliqué à l'Ebit de l'exercice 2010-2011, soit 4,9 M€, ou, de manière implicite, sur un multiple de x 4,5 appliqué à l'Ebitda 2010-2011.

Nous estimons que cette proposition, qui n'a pas reçu de suite à notre connaissance, ne constitue pas une base de valorisation pertinente pour les Activités allemandes, dans la mesure où le multiple utilisé est sensiblement inférieur au multiple moyen observé pour les acquisitions réalisées par LVL Allemagne et que, de surcroît, il est appliqué à un agrégat 2009-2010 qui n'intègre pas le plein effet des variations de périmètre de l'exercice 2010-2011.

#### 6.1.8 Conclusion

Le tableau ci-après synthétise les primes et décotes extériorisées, selon nos analyses, par le prix proposé dans le cadre des accords passés entre LVL et ALSI :

Synthèse de la valeur de LVL Allemagne	Valeur de rachat en M€			Prime / (décote) du prix de rachat		
	Minimum	Centrale	maximum	Minimum	Centrale	maximum
DCF <sup>(1)</sup>	35,9	45,4	58,3	20%	(5%)	(26%)
Acquisitions réalisées par LVL en Allemagne <sup>(1)</sup>	27,2	36,0	38,1	58%	19%	13%
Comparables boursiers <sup>(2)</sup>	29,9	43,7	53,3	44%	(2%)	(19%)

<sup>(1)</sup> Retenus à titre principal

<sup>(2)</sup> Présenté à titre de recoupement

Sur la base de ces analyses, il apparaît donc que le prix convenu pour la cession des Activités allemandes du groupe LVL se situe dans le haut de la fourchette des valeurs centrales de l'approche multicritères obtenues par les méthodes retenues à titre principal, soit les approches par le DCF et par les transactions comparables.

Dans la perspective de la mise en œuvre d'une procédure de retrait, il convient de rappeler que, s'agissant de la méthode DCF, nous avons privilégié un taux d'actualisation basé sur des observations à long terme afin de limiter l'effet de la crise financière sur ces éléments, ce qui a pour conséquence un effet positif sur la valeur intrinsèque de LVL Allemagne.

Les valeurs issues de la méthode des transactions comparables réalisées depuis juillet 2007 par le Groupe en Allemagne confortent le prix offert pour l'acquisition des Activités allemandes, lequel extériorise des primes substantielles, comprises entre 13 % et 19 % par rapport à l'application des multiples aux agrégats 2012-2013 et 2013-2014.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 43,1 M€, reposant sur une valeur d'entreprise de 80 M€, proposé pour les Activités allemandes, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de LVL Médical Groupe et, qu'à l'occasion de l'Offre envisagée, il n'est pas susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires du Groupe.

## 6.2 Participations minoritaires dans des filiales françaises de LVL Medical Group

Les membres de la famille Lavorel, ainsi que certains tiers, détiennent des participations dans les filiales françaises de LVL Médical Groupe. Ces titres ont été ou seront rachetés par LVL Médical Groupe sur la base :

- D'une formule de calcul dérivée du multiple d'EBE 2012 de x 11,2, résultant du prix de l'Offre. Cette formule s'applique aux titres des filiales opérationnelles LVL Paris & Nord, LVL Centre-Est, LVL Ouest, LVL Est, LVL Sud et LVL Corse.
- De la situation nette comptable au 31 mars 2012 des filiales centres de coûts (LVL Home Services et LVL Maintenance et Logistique) qui occupent des fonctions de prestataires internes au sein du Groupe LVL.

S'agissant des filiales opérationnelles, il convient de noter que leur évaluation a été réalisée après affectation d'une quote-part de l'endettement financier consolidé au prorata de leur contribution à l'EBE du Groupe. Dans la mesure où l'essentiel de cet endettement est porté par le holding de tête, LVL Médical Groupe, et non par ces filiales, il ressort que la valorisation de ces participations minoritaires s'établit en



deçà de leur quote-part de situation nette comptable. Cette situation est donc moins favorable que celle des actionnaires minoritaires de LVL Médical Groupe auxquels il est présenté un prix d'offre valorisant les capitaux propres de la Société sensiblement au-dessus de leur valeur comptable.

Concernant les centres de coûts, l'approche retenue n'appelle pas selon nous de remarque particulière. En effet, dans une optique de continuité de l'exploitation du Groupe à mode de fonctionnement inchangé, ces entités pourraient bénéficier d'une quote-part du goodwill ressortant du prix de la présente Offre. Leur valorisation à la quote-part de situation nette est donc moins favorable que celle proposée aux actionnaires minoritaires de LVL Médical Groupe.

En conclusion, le rachat des minoritaires de certaines filiales françaises de la Société n'est pas de nature à rompre l'égalité de traitement entre les cédants et les actionnaires susceptibles d'apporter leurs titres à l'Offre.

### 6.3 Participation minoritaire dans la société Flexa IP

Dans le cadre de l'acquisition du contrôle de la Société, ALSI s'est engagé à céder les titres que LVL Médical détient dans la Société Flexa IP, représentant 20% du capital de cette dernière, à une entité détenue par la famille Lavorel. Cette transaction sera réalisée à la quote-part de situation nette comptable au 31 mars 2012, soit 12,9 K€.

Flexa IP est une entreprise dont le patrimoine consiste en la détention :

- D'un droit à redevances sur les revenus potentiels que pourrait tirer la société Physidia de l'exploitation d'un brevet qu'elle détient sur un appareil d'hémodialyse à usage quotidien.
- D'un droit à acquérir des bons de souscription d'actions de la société Physidia pouvant lui conférer potentiellement 46% du capital de cette dernière, le solde étant alors détenu à hauteur de 46% par son actuel actionnaire majoritaire et par des membres du management pour 8%. Physidia, filiale de la société EOM, a pour sa part essentiellement pour projet d'obtenir l'homologation de cet appareil de dialyse puis d'en assumer la commercialisation. Elle a été créée en 2010 avec le soutien des banques de capital développement Ouest Croissance et Sodéro Gestion, et bénéficie également de l'aide d'OSEO Innovation.

Nos diligences ont consisté à nous entretenir avec le président de Flexa IP, Cyril Balas, ainsi qu'avec Stanislas Lavorel, directeur adjoint de LVL. Il ressort de ces entretiens et de la consultation de la documentation publique relative aux sociétés Physidia et EOM que ces dernières visent l'obtention d'une autorisation de commercialisation européenne de cet appareil de dialyse au plus tard en début d'année 2013. Cet appareil a par ailleurs déjà passé les tests cliniques nécessaires à son homologation. Ce type d'appareil est conçu pour des dialyses quasi-quotidiennes, éventuellement à domicile, ce qui constitue un nouveau type de traitement, destiné aux patients présentant des intolérances à l'hémodialyse conventionnelle basée en général sur 3 séances par semaine.

*Comme indiqué précédemment, l'ensemble de ce projet se situe à un stade encore embryonnaire et son appréciation se heurte à l'absence de prévisions disponibles, FLEXA IP n'étant pas actionnaire à ce stade de Physidia.*

*Pour former notre opinion, nous relevons les éléments suivants :*

- *A notre connaissance, ce nouveau type de traitement est déjà pratiqué avec succès outre-Atlantique avec un appareil produit par la société NxStage qui réalise grâce à cette technologie un chiffre d'affaires de 217 MUSD en 2011, en hausse de 21%, pour une capitalisation boursière de près de 720 MUSD. Il convient toutefois de noter que cette société, opérationnelle depuis 2001, n'a pas encore atteint en dix ans l'équilibre d'exploitation et a bénéficié de plusieurs recapitalisations afin de soutenir son développement, engendrant une dilution massive des premiers investisseurs qui n'auraient pas été en mesure d'y participer.*
- *En cas de changement de propriété des actions Flexa IP actuellement détenues par LVL, les autres actionnaires disposent d'un droit de préemption qu'ils ont décidé de ne pas exercer. Par ailleurs, il nous est indiqué que LVL a envisagé la cession de ses titres à un industriel qui a finalement renoncé à prendre part à ce projet au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2012.*

*Ces éléments soulignent le caractère encore très risqué de cette entreprise, qui l'apparente à un projet de capital amorçage dans le domaine des biotechnologies. Selon nos calculs, en supposant que Physidia obtienne effectivement son autorisation de commercialisation, et par simple transposition de l'exemple de NxStage, l'ensemble des droits détenus par Flexa IP n'aurait pas, à ce stade, une valeur significative, même en prenant une exigence de rendement de 20%, ce qui constitue un minimum pour un projet à ce niveau de développement.*

*En conséquence, et rapportée au prix de la transaction entre la famille Lavorel et ALSI, la cession de cette participation au prix de 12 K€ ne nous semble pas porter atteinte au principe de l'égalité de traitement de l'ensemble des actionnaires.*

#### **6.4 Désengagement du GIE Petinavion**

*Les accords entre la famille Lavorel et l'Initiateur prévoient le désengagement de la Société de ce GIE qui lui confère un droit d'utilisation d'avions d'affaires. Les deux autres membres du GIE sont les sociétés JCL Finances et JCL Development toutes deux contrôlées par Jean-Claude Lavorel. Conformément à l'article 12 des statuts de ce GIE, ce retrait entraîne le remboursement par le GIE de son compte courant diminué de la part de la Société dans les pertes de l'exercice en cours qui, rapportées à l'échelle de la Société, ne sont pas significatives.*

*Les conditions du retrait de LVL Médical de ce GIE telles que les prévoient ses statuts n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.*

## 6.5 Participation minoritaire dans un site Internet allemand, *Pflegeleidenschaft.de*

ALSI s'est engagé à céder, pour un euro symbolique, à une entité détenue par la famille Lavorel, une participation de 30% que LVL Médical détient dans la société allemande *Pflegeleidenschaft.de GmbH*. Cette société est une start up qui a développé un site internet de réseau social d'infirmières en langue allemande. Son activité est en partie financée par Bonitas Holding GmbH & Co Kg, une des entités de LVL Allemagne dont elle relaie les offres d'emploi.

Au 1<sup>er</sup> semestre arrêté au 31 mars 2012, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 94 K€ et une perte de 250 K€. Par ailleurs, ses fonds propres sont négatifs de 607 K€. A ce stade cette société n'a pas fait la démonstration de sa viabilité et demeure, à notre avis, essentiellement un outil d'aide au recrutement au bénéfice des entités allemandes de LVL. Le prix de cession pour un euro symbolique nous semble en conséquence justifié et équitable pour les actionnaires minoritaires de LVL Médical.

## 6.6 Contrat avec JCL Development

Selon les accords passés entre ALSI et Jean-Claude Lavorel, celui-ci demeure président-directeur général de la Société et, à ce titre, percevra une rémunération de 100 K€ par an. Il est par ailleurs prévu que Jean-Claude Lavorel continue à apporter ses services à la Société dans le cadre d'un contrat de prestations passé avec JCL Development d'une durée de trois ans renouvelable, prévoyant une facturation annuelle de 400 K€ HT. Les conditions de ces contrats conclus pour assurer une période de transition managériale n'appellent pas, selon nous, de commentaires particuliers.

## 6.7 Contrat de liquidité relatif aux actions résultant de l'exercice éventuel des stock options

Jean-Claude et Stanislas Lavorel sont bénéficiaires respectivement de 170 000 et 100 000 options de souscription d'actions attribuées sur décision du conseil d'administration du 30 mars 2009. Ces options sont exerçables à tout moment depuis le 30 mars 2011 au prix de 9,59 € pour 1,033 action, soit 9,28 € pour une action.

Les actions issues de l'exercice de ces options étant incessibles jusqu'au 30 mars 2013, il est prévu un contrat de liquidité en cas de retrait obligatoire de l'action LVL. Ce contrat de liquidité repose sur l'application d'un multiple applicable à l'EBITDA issu des derniers comptes publiés au moment de sa mise en œuvre et s'établit à x 10,9, soit le multiple ressortant de la présente Offre comparé aux comptes au 30 septembre 2011.

Compte tenu de l'aléa relatif à l'évolution des marges de la Société, de la contrainte d'incessibilité affectant ces stock options ou les actions qui en résultent, et du choix d'un multiple identique à celui ressortant de la présente Offre, nous estimons que les conditions de ce contrat de liquidité respectent le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires minoritaires et les détenteurs des stock options.

## 7. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE EVALUATRICE

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

### a) Evaluation de l'action

La Banque et BM&A ont retenu 4 critères et méthodes communs à leurs travaux respectifs : l'actualisation des cash flows d'exploitation, les comparables boursiers, les transactions récentes comparables et le cours de bourse. Par ailleurs, nous avons retenu la référence au prix de transaction du Bloc majoritaire, alors que la Banque a retenu les offres publiques précédentes et les objectifs de cours des analystes. Les résultats de ces travaux respectifs sont résumés ci-après, en faisant apparaître les valeurs centrales pour en rendre plus aisée la comparaison :

En € par action	BNP Paribas	BM&A
Prix de cession du bloc majoritaire	na	30,9 €
DCF avec synergies	29,8 €	29,7 €
Transactions comparables	26,3 €	23,3 €
Comparables boursiers échantillon 1	17,2 €	19,6 €
Comparables boursiers échantillon 2	13,9 €	na
Offres précédentes	20,0 €	na
Cours moyen 1 mois / 20 jours au 7 juin 2012	15,6 €	15,8 €
Objectifs de cours des analystes	15,8 €	na

Comme indiqué ci-dessus, les écarts significatifs concernent les méthodes analogiques, les comparables boursiers et les transactions comparables. Ces différences résultent essentiellement de la composition des échantillons de référence.

Il convient de rappeler que dans le cas des comparables boursiers, cette approche n'a été mise en œuvre qu'à titre secondaire, aucun échantillon ne satisfaisant pleinement aux critères de comparabilité en termes d'implantation géographique ou d'activité.

S'agissant des transactions comparables, nous avons pour notre part retenu un échantillon plus restreint que celui de BNP Paribas tout en privilégiant les multiples d'EBIT et des opérations intervenues plus récemment. Nos approches parviennent toutes deux à la même conclusion, à savoir que le prix offert présente une prime par rapport à la borne haute de nos résultats.

## *b) Evaluation du BSAAR*

*Tout comme la Banque, nous relevons que l'application de la clause prévue par la note d'émission des BSAAR en cas d'offre publique aboutit à une valeur de 13,20 € par titre, soit un prix supérieur à sa valeur théorique de marché hors offre.*

*Pour déterminer la valeur théorique de marché du BSAAR, nous avons, comme la Banque, mis en œuvre un modèle binomial intégrant un seuil de forçage. Les divergences de résultats entre nos travaux respectifs découlent essentiellement du choix de la volatilité cible en se basant sur l'observation du rendement passé du titre sous-jacent, et de la valeur du sous-jacent. La Banque parvient ainsi à une valeur centrale du BSAAR de 5,68 € avec une volatilité cible de 34% et une valeur de l'action de 26,5 € correspondant à la valeur du titre hors synergie selon la méthode des DCF. Pour notre part, nous parvenons à une valeur théorique du BSAAR comprise entre 9,50 € et 10,45 €, avec une volatilité cible de 30%, selon que l'on retient pour l'action LVL la valeur avec synergie par les DCF ou le prix de l'Offre.*

*Quoi qu'il en soit, nos approches font ressortir une valeur de 13,20 € en cas d'exercice des bons du fait de la présente Offre, conformément à la note d'émission, qui est égale au prix offert par l'Initiateur.*

## 8. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action LVL auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 30,89 € par action proposé dans le cadre de l'Offre par rapport à ces valeurs :

Valeur en € / action	Minimum	Valeur centrale	Maximum	Prime / (décote) induit(e) par l'Offre		
Cours moyen pondéré au 7 juin 2012 :						
1 an	11,05 €	14,29 €	17,94 €	180%	116%	72%
6 mois	11,05 €	14,30 €	17,32 €	180%	116%	78%
3 mois	11,05 €	14,90 €	17,32 €	180%	107%	78%
<b>20 jours</b>	12,50 €	<b>15,75 €</b>	17,32 €	147%	<b>96%</b>	78%
Cours de clôture au 7 juin 2012 et extrêmes						
	15,50 €	16,26 €	17,02 €	99%	90%	81%
<b>Objectif de cours des analystes</b>						
Valeur cible des analystes	15,00 €	<b>15,80 €</b>	16,60 €	106%	<b>96%</b>	86%
<b>Actif net consolidé au 31 décembre 2010</b>						
Au 31 mars 2012	2,62 €	<b>2,62 €</b>	2,62 €	ns	ns	ns
<b>Comparables boursiers</b>						
Sur la base des multiples d'EBIT	18,31 €	<b>19,60 €</b>	20,73 €	69%	<b>58%</b>	49%
<b>Transactions comparables</b>						
Sur la base des multiples d'EBIT	15,40 €	<b>23,26 €</b>	25,72 €	101%	<b>33%</b>	20%
<b>Approche intrinsèque</b>						
DCF avec synergies	27,80 €	<b>29,68 €</b>	31,81 €	11,1%	<b>4,1%</b>	-2,9%
DCF sans synergies	23,16 €	<b>24,68 €</b>	26,39 €	33,4%	<b>25,2%</b>	17,0%

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui a principalement reposé sur les méthodes de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et des transactions comparables ainsi que sur la référence au prix de cession du Bloc de contrôle. En raison des imperfections de l'échantillon des sociétés cotées comparables retenues, la méthode des multiples boursiers n'a été mise en œuvre qu'à titre secondaire. De même, l'étroitesse du flottant et le suivi boursier restreint qui en résultent limitent selon nous la pertinence de la référence au cours de bourse. Selon nos calculs, le prix offert fait ressortir une prime de 33% par rapport à la valeur centrale qui découle des transactions comparables et de 4% par rapport à celle qui résulte de l'approche DCF. Il convient de noter que ces résultats tiennent compte de l'évaluation des synergies identifiées par l'Initiateur, estimée à 5 € par action. Abstraction faite de cette valorisation, le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 25,2%.

S'agissant du BSAAR, sa valeur en cas de conversion durant la période de l'offre s'établit à 13,20 €, prix offert par l'Initiateur. Ce prix est, selon nos calculs, supérieur à la valeur théorique du BSAAR hors période d'offre.

*Enfin, les opérations connexes à l'Offre ne sont pas, selon nos analyses, de nature à rompre le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires. En particulier, le prix de cession de LVL Allemagne à la famille Lavorel est conforme à l'évaluation que nous avons réalisée de cette branche d'activité sur la base d'une approche multicritères.*

*En conséquence, sur la base des éléments développés ci-avant, notre opinion est que les prix de 30,89 € par action LVL et de 13,20 € par BSAAR, proposés dans la présente Offre, sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société ainsi que dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire dans un délai de 3 mois suivant l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 237-14 du règlement général de l'AMF.*

*Fait à Paris, le 30 août 2012 »*

## **9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE**

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du Règlement général, elles seront disponibles sur les sites Internet de LVL Médical ([www.lvl-medical.com](http://www.lvl-medical.com)) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de LVL Médical Groupe - 44 quai Charles de Gaulle – 69463 Lyon Cedex 06.

## **10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE**

*« A ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

Monsieur Jean-Claude Lavorel  
Président Directeur Général de LVL Médical Groupe