



LVL MEDICAL GROUPE

Code Bloomberg : LVL FP
 Code Reuters : LVL.M.PA
 Code ISIN : FR0000054686
 Marché : Eurolist C

Secteur : Santé
Cours : 15.55 €
Recommandation : ACHAT

Données Financières

Exercice au 30/09				
€ millions	2009	2010e	2011e	2012e
CA	136.1	154.7	176.5	201.3
EBITDA	29.0	32.6	37.6	43.1
EBIT	17.9	22.6	26.6	30.9
RN récurrent	10.3	13.4	16.2	19.2
Cash Flow	21.4	23.4	27.2	31.4
BPA (€)	0.88	1.15	1.39	1.65
Cash Flow par Action	1.84	2.01	2.34	2.70
Dividende Net (€)	0.25	0.27	0.30	0.33
Rendement Net	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%
TCAM RN Récurrent 09-12e			36.5%	

Ratios Financiers

	2009	2010e	2011e	2012e
Marge EBITDA	21.3%	21.1%	21.3%	21.4%
Marge EBIT	13.2%	14.6%	15.1%	15.4%
Marge Nette avt gw et. Except.	7.6%	8.7%	9.2%	9.5%
VE/CA (x)	1.5	1.3	1.2	1.0
VE/EBIT (x)	11.7	9.2	7.8	6.8
PER avt gw (x)	17.6	13.5	11.2	9.4
PEG avt gw (x)	-	0.4	0.3	0.3

Données Boursières

Nombre actions (m)	11.65
Volume moyen quot. sur 6m	9,409
Capitalisation Boursière (€ m)	181.1
Dette Financière Nette (€ m)	27.5
Valeur d'Entreprise (€ m)	208.6
Flottant	38.0%
+ Haut sur 12 mois	17.30 €
+ Bas sur 12 mois	12.46 €

Performances Boursières

	janv. 10	1m	3m	12m
Performance Absolue	-4.9%	-2.5%	-5.8%	13.9%
Perf. SBF 250	-7.7%	-0.1%	-11.4%	21.3%
Perf. Relative SBF 250	2.8%	-2.4%	5.6%	-7.4%

Source : LVL MEDICAL GROUPE, estimations TSAF Equity Research

Un économiseur de coûts mal valorisé

LVL Médical, n°2 de l'assistance médicale à domicile en France, intervient sur les secteurs porteurs de l'assistance respiratoire et la PNI.

Le groupe a développé une activité de soins infirmiers intensifs en Allemagne (plus de 35% du CA du groupe), qui constitue un important vecteur de la croissance externe (récente acquisition d'Air Vital, CA 09 : 6,7 M€).

Une valeur de croissance :

- **Un marché en fort développement ...**
 - Un **avantage économique reconnu** : l'assistance médicale à domicile **divise par 4** le coût du patient par rapport au milieu hospitalier (environ **50%** des dépenses de la sécurité sociale).
 - Malgré une forte position commerciale, LVL Médical surperforme avec des **taux annuels de croissance en volume compris entre 9 et 20%**.
- **... qui accélère sa consolidation**
 - Un **leader actif** : **Air Liquide**, au travers de ses deux filiales : **VitalAire et Orkyn** ;
 - Un **challenger** : LVL Médical est dynamique en Allemagne, et privilégie en France la croissance organique (PDM estimée : **15%**) ;
 - De **nouveaux acteurs** (« industriels » et financiers) **accélèrent la concentration du marché** :
 - **Famille Mulliez** : **Homeperif** ;
 - **Acto Capital (Groupama)** constitue une entité : **Initiative pour la Santé** ;
 - **Malakoff Médéric** : prise de participation (**13,2%**) dans LVL Médical.

Un renforcement des structures managériales :

- Un **DG Délégué crédible** : **Stanislas Lavorel** ;
- Création d'une fonction de **secrétaire général (L. Bellein)** pour développer les activités allemandes ;
- Un nouveau **directeur administratif et financier (G. Schaumburg)**, avec une double culture franco-allemande.

Une structure financière solide :

- Une **croissance organique peu consommatrice de capitaux**.
- Le **free cash-flow finance la croissance externe**.
- Un **actionariat stabilisé** par un pacte d'actionnaires : **Malakoff Médéric (13,2%** du capital) et **famille Lavorel (47%)**, susceptible de synergies « industrielles ».

Conclusion :

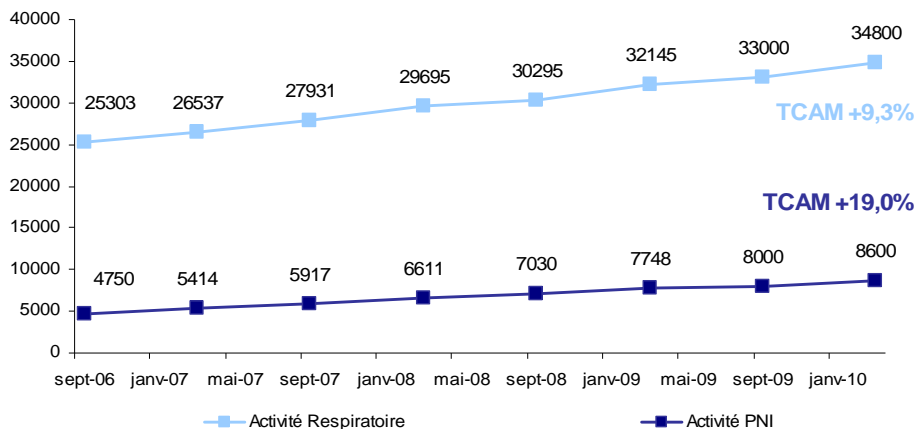
LVL Médical bénéficie de **nombreux atouts** :

- Une **progression organique des parts de marché** ;
- Un important **réservoir de croissance externe**, s'appuyant sur une **structure financière solide** ;
- Un réel **potentiel d'amélioration de la rentabilité**.

Notre objectif de cours : **23 €** s'appuyant sur des **hypothèses prudentes**, fait ressortir un **potentiel de hausse de 50%** !

De plus, le **mouvement de concentration du secteur** justifierait une **prime spéculative de 30% à 70%** ! multiples des transactions entre **11 et 15x l'EBITDA** contre **6,4x pour LVL Médical (8,2x sur le notre cours objectif)**.

Une activité française très dynamique, caractérisée par une forte croissance organique des volumes.

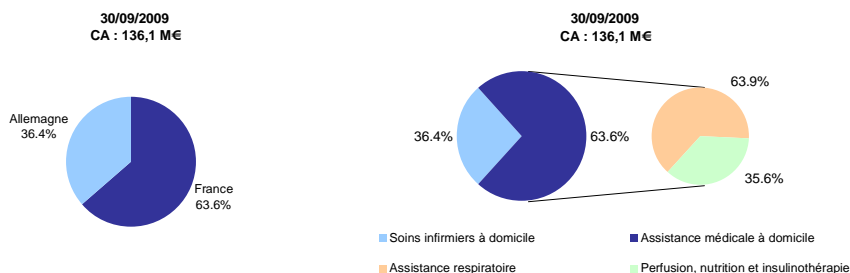


* TCAM : Taux de croissance annuel moyen

Source : Données société

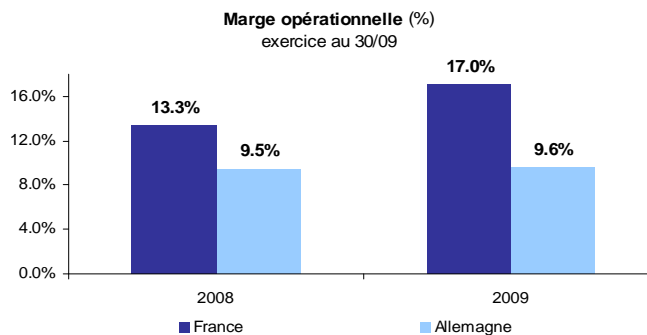
Un chiffre d'affaires reposant sur :

- deux pays
- trois activités



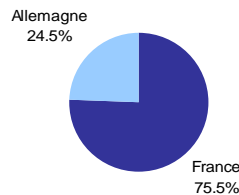
Source : Données société

Après le retour à une marge opérationnelle normative en France (tendance vers 18%)...



Le poids par pays dans la rentabilité du groupe

...l'Allemagne dispose d'un net potentiel d'amélioration (objectif de MOP de 13%).



Source : Données société

En prenant en compte des estimations conservatrices...

Exercice au 30/09 (M€)	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
CA	82.3	97.0	114.5	136.1	154.7	176.5	201.3
% var		17.8%	18.1%	18.9%	13.6%	14.1%	14.0%
EBITDA	20.1	22.1	23.4	29.0	32.6	37.6	43.1
% CA	24.4%	22.8%	20.4%	21.3%	21.1%	21.3%	21.4%
ROC	12.2	14.2	12.3	17.9	22.6	26.6	30.9
% CA	14.8%	14.7%	10.7%	13.2%	14.6%	15.0%	15.4%
RN	7.8	10.6	7.1	10.3	13.4	16.2	19.2

Source : Données société, TSAF

Tableau de sensibilité

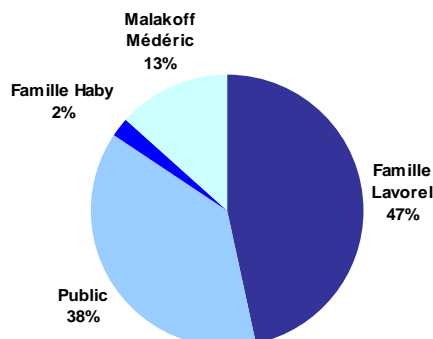
...notre objectif de cours (23 €) recèle un fort potentiel de hausse avec les hypothèses suivantes :

- Taux de croissance à l'infini : 3%
- WACC : 11,10%
- Marge normée à 15,5%

	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%	12.1%
4.0%	29.5	27.0	24.9	23.0	21.4
3.5%	28.1	25.8	23.9	22.2	20.7
3.0%	26.9	24.8	23.0	21.5	20.1
2.5%	25.8	23.9	22.3	20.8	19.5
2.0%	24.9	23.2	21.6	20.3	19.0

Source : TSAF

Sans prise en compte d'un aspect spéculatif lié à un éventuel changement de capital toujours possible dans le mouvement de consolidation que connaît le secteur.



Source : Données société

Caroline DAVID-TRACAZ ☎ +33 (0)1 40 74 19 06
 ☎ +33 (0)1 56 43 71 65
 📧 caroline.david-tracaz@tsaf-paris.com

Eric BLAIN ☎ +33 (0)1 40 74 19 05
 ☎ +33 (0)1 56 43 71 65
 📧 eric.blain@tsaf-paris.com