

Achat

Objectif de cours	2,00 €
Cours au 30/05/2023	1,19 €
Potentiel	68%

Données valeur

ALDMS.PA / DMS:GR	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	18,6
Nb de titres (en millions)	15,7
Volume moyen 12 mois (titres)	8 372
Extrêmes 12 mois	0,88 € 144 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	15,8%	-1,7%	-6,0%	19,4%
Perf CAC Small	0,8%	0,1%	-6,6%	-8,5%

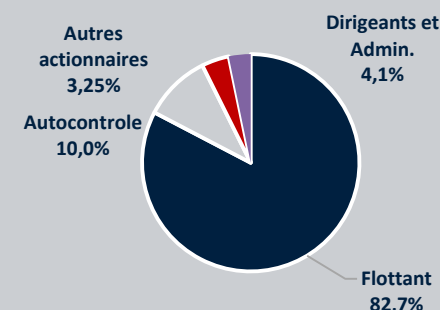
Données financières (en M€)

au 31/08	2022	2023e	2024e	2025e
CA	35,3	41,0	45,2	50,7
var %	-5%	16%	10%	12%
EBE	2,0	3,0	4,0	5,1
% CA	5,6%	7,4%	8,8%	10,1%
ROC	-0,3	0,8	1,5	2,6
% CA	-0,9%	1,9%	3,4%	5,0%
RNpg	-6,9	0,0	0,7	1,5
% CA	-19,5%	0,0%	1,5%	2,9%
Bnpa (€)	-0,08	0,00	0,04	0,09
ROCE (%)	-1%	2%	3%	6%
ROE (%)	-44%	0%	4%	8%
Gearing (%)	60%	66%	63%	50%
Dette nette	11,0	12,0	11,9	10,3
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

Ratios

	2022	2023	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,8x	0,8x	0,7x	0,6x
VE/EBE (x)	14,7x	10,8x	8,4x	6,2x
VE/ROC (x)	ns	43,4x	21,7x	12,5x
PE (x)	ns	ns	28,8x	13,1x

Actionnariat



Avec la participation d'Esteban Lavenir

Analyste
Sid BACHIR
01 44 70 20 76
sbachir@elcorp.com



Un rayonnement international

Fondée en 1993 à Montpellier, DMS Group est une Medtech spécialisée dans le développement, la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes d'imagerie médicale destinés principalement à la radiologie numérique et à l'ostéodensitométrie. Depuis 2020, le Groupe commercialise également une suite logicielle, développée en interne, dédiée au pilotage des examens médicaux. Fort d'une expérience de plus de 30 ans, DMS Group se concentre sur la mise à disposition de solutions d'imagerie numérique innovantes et à forte valeur ajoutée pour assurer aux professionnels de santé un diagnostic fiable et un meilleur suivi thérapeutique des patients.

Pourquoi s'intéresser à la société maintenant ?

DMS Group est à l'aube d'une nouvelle page de son histoire, alliant croissance et forte amélioration de sa rentabilité. En octobre 2022, le Groupe a présenté sa nouvelle feuille de route afin de faire de DMS Group **un acteur européen incontournable de l'imagerie médicale**. Baptisé *Imaging 2027*, ce nouveau plan stratégique ambitieux vise un objectif de plus de **60 M€** de chiffre d'affaires et une **marge d'EBITDA de 14%** à horizon **2027** uniquement par croissance organique. Ce nouveau plan démontre l'ambition de la société de s'établir comme un acteur de référence sur le marché de l'imagerie médicale mondial.

Catalyseurs

Bien positionné sur le marché significatif de l'imagerie médicale estimé à 30,5 Mds€ en 2021 et attendu à 35,0 Mds€ en 2024 (TCAM de +4,5% entre 2021 et 2024), DMS Group dispose d'une excellente visibilité avec un pipe bien fourni pour 2023 et 2024 à la faveur de ses contrats OEM (Original Equipment Manufacturer). A titre d'exemple, sur son seul partenariat avec Fujifilm, le Groupe doit fournir 96 tables RF (Radio/Fluoroscopie) pour un appel d'offre remporté en Italie.

Points forts de la société

Disposant d'une technologie compétitive, DMS Group est résolument tourné vers l'international (produits distribués dans 140 pays). De même, DMS Group dispose d'un outil de production lui permettant de maîtriser l'ensemble de la chaîne de valeur, de garantir son agilité et une qualité irréprochable de ses produits. Au-delà du Hardware, le Groupe dispose de sa propre suite logicielle, intégrant des solutions d'intelligence artificielle pour le traitement d'image alliant performance technologique et gains de productivité. Cette plateforme est un avantage concurrentiel certain pour DMS Group.

Risques identifiés

Les risques exogènes identifiés concernent essentiellement la présence d'acteurs pratiquant des politiques de prix très agressives. Les principaux risques directement liés à l'activité de DMS Group concernent son exposition client (49,5% du CA réalisé avec Fujifilm en 2022), le report de commandes (sur l'activité) ou encore la bonne exécution de son plan de développement (risque de dérapage du BFR).

Valorisation

En raison de son historique, le parcours du titre a été très chahuté. Nous sommes confiants sur le positionnement de DMS Group ainsi que sur ses perspectives à court, moyen et long terme. Notre valorisation de la société ressort à **2,00€**. Compte tenu des perspectives de croissance et d'amélioration des marges, nous considérons le cours actuel comme un point d'entrée. Nous sommes à l'Achat sur le titre.



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici](#).

Préambule

Ayant pour objectif la conquête du marché mondial afin d'en devenir un acteur incontournable, DMS Group, piloté par sa nouvelle direction et le support de son Conseil stratégique, s'est engagée dans un plan complet avec pour date de réalisation 2027. Ce plan stratégique se base sur 2 piliers de développements qui sont l'innovation, la croissance organique mais pourra être complété par de la consolidation sectorielle.

Pourquoi investir dans DMS Group**Forte croissance**

TCAM 2022/2025e
+12,9%

Des partenariats de premier plan

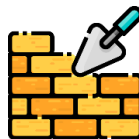
Fujifilm, Canon et Carestream

Un acteur international

85% du CA réalisé à l'export

Une capacité d'innovation reconnue

~10% du CA investit en R&D

Un bilan renforcé

Trésorerie 2022 :
4,4 M€

Un potentiel d'upside important

+68% de potentiel d'upside du cours

Sommaire

SWOT	4
PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ	5
HISTORIQUE DE LA SOCIÉTÉ	8
L'IMAGERIE MÉDICALE, CLÉ DE VOÛTE DU PARCOURS DE SOINS	10
UNE OFFRE INNOVANTE	12
UNE SUITE LOGICIELLE AU SERVICE DES EXPERTS DE L'IMAGERIE	14
VERS UNE OFFRE PLUS COMPLÈTE	16
UN MODÈLE CAPABLE D'ABSORBER LA CROISSANCE	17
UN MARCHÉ STRUCTURELLEMENT PORTEUR	19
UN MARCHÉ CONCENTRÉ MAIS RÉCEPTIF À L'INNOVATION	20
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	21
DES OBJECTIFS FINANCIERS AMBITIEUX ET UNE STRATÉGIE PRÉCISE	21
RENTABILITÉ TIRÉE PAR LA CROISSANCE	24
UNE SITUATION FINANCIÈRE CORRECTE	26
VALORISATION DE DMS	27
VALORISATION PAR LES DCF	27
VALORISATION PAR LES COMPARABLES BOURSIERS	30
CONCLUSION	30

SWOT

Forces

- Position de leader sur le marché français de l'imagerie médicale (25% du marché des salles RF)
- Partenariats commerciaux de premier plan (Fujifilm, Canon, Carestream)
- Logiciel propriétaire à forte valeurs ajouté
- Réelle capacité d'innovation, environ 10% du CA annuel investis ces dernières années (expertise mécanique, électronique et informatique)
- Prix de l'innovation pour la table de Radio/Fluoroscopie Platinum Neo

Faiblesses

- Dépendance client
- Risque de litiges lié à l'activité
- Taille limitée par rapport à certain concurrents

Opportunités

- Demande croissante d'outils d'imagerie médicale
- Dupliquer le modèle OEM avec d'autres Groupes (Philips, Siemens, Agfa, Konica, General Electric HealthCare ...)
- Consolidation du marché de l'imagerie médicale

Menaces

- Perte de clients significatifs
- Evolution réglementaire du secteur
- Tensions en matière d'approvisionnement des composants électroniques
- Concurrence importante sur le marché de l'imagerie médicale

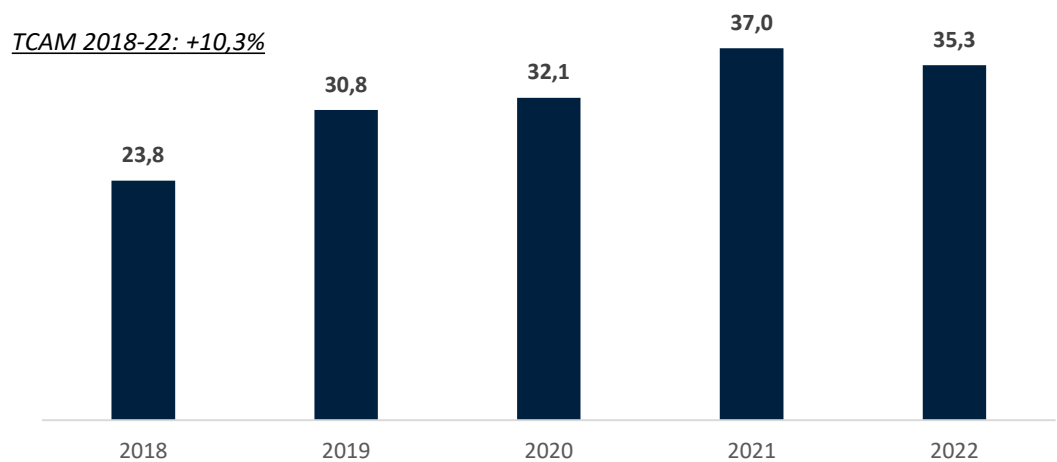
Présentation de la société

Basée à Gallargues-le-Montueux en France et fondée en 1993 à Nîmes, DMS Group est une Medtech spécialisée dans le développement, la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes d'imagerie médicale destinés principalement à la radiologie numérique et à l'ostéodensitométrie. Depuis 2020, le Groupe commercialise également une suite logicielle, développée en interne, dédiée au pilotage des examens médicaux. Fort d'une expérience de plus de 30 ans, DMS Group se concentre sur la fourniture de solutions d'imagerie numérique innovantes et à forte valeur ajoutée pour assurer aux professionnels de santé un diagnostic fiable et un meilleur suivi thérapeutique des patients.

En octobre 2022, le Groupe a présenté sa nouvelle feuille de route afin de faire de DMS Group *un acteur européen, incontournable de l'imagerie médicale mondiale*. Baptisé *Imaging 2027*, ce nouveau plan stratégique ambitieux vise un objectif de plus de **60,0 M€** de chiffre d'affaires et une **marge d'EBITDA de 14%** à horizon **2027** uniquement par croissance organique.

Pour cela, le management souhaite capitaliser sur 2 axes : **l'innovation et la croissance organique mais envisage aussi d'être un moteur de la consolidation sectorielle**. Dans ce contexte, le management a également souhaité se recentrer autour des activités d'imagerie médicale de sa filiale **DMS Imaging** (88,3% de détention) et a entamé son désengagement de son activité **DMS Biotech** (participation dans Hybrigenics).

Evolution du chiffre d'affaires depuis 2018



source : Société

Désormais organisée autour de DMS Imaging depuis la signature d'un protocole d'accord en vue d'organiser la cession du bloc de titres détenus par DMS Group dans Hybrigenics (dont 17% ont déjà été cédés), la société propose des tables de radiologie Numériques et des solutions d'ostéodensitométrie pour un chiffre d'affaires total de 35,3 M€ en 2022, en repli de 3,0%.

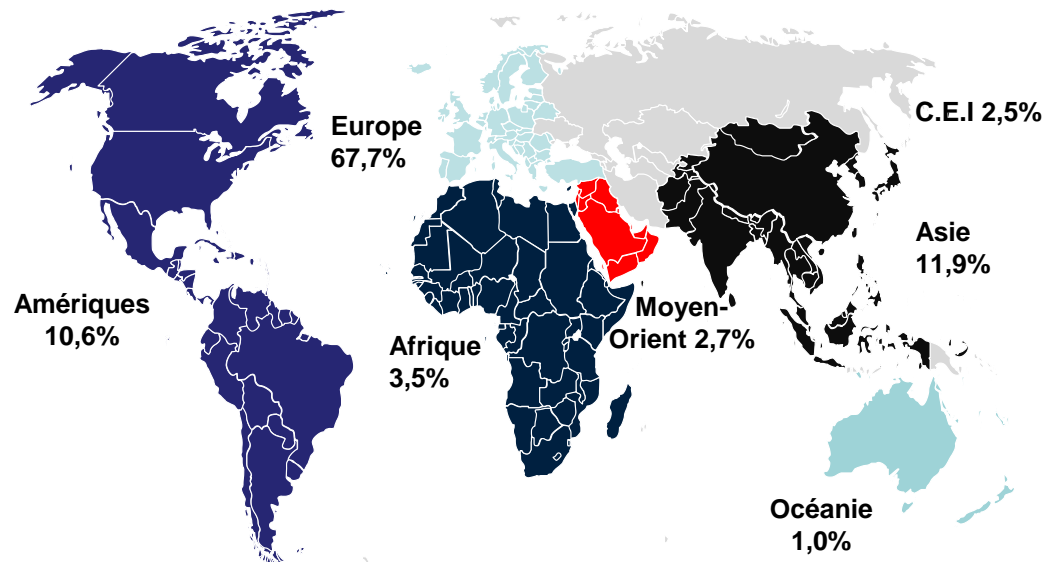
Introduit en bourse en 1998 et coté depuis mars 2022 sur Euronext Growth, DMS Group s'est développé de manière organique et externe (2 acquisitions depuis 2015) enregistrant un TCAM de CA de +10,3% entre 2018 et 2022. Cette croissance est le résultat d'une stratégie basée sur des **partenariats** OEM de premier plan, un fort degré d'**innovation** et une forte exposition à l'**international**.

Pure player de l'imagerie médicale, DMS Group a développé un savoir-faire important, lui permettant de s'imposer sur le marché de l'imagerie médicale. En effet, fort de la qualité technologique de ses solutions innovantes et de sa flexibilité, DMS Group a signé de multiples partenariats commerciaux et industriels avec des grands noms de l'industrie (Canon, Fujifilm, Carestream). Ainsi dès 2015, le Groupe a signé un accord commercial avec Toshiba Medical Systems Europe (racheté par Canon medical systems) pour la commercialisation, sur l'ensemble de l'Europe, d'une solution de salle de radiologie télécommandée à capteur plan dynamique, développée par DMS sur la base de ses propres solutions existantes.

En 2019, le Groupe annonce avoir signé deux accords commerciaux et industriels avec Fujifilm Europe pour la commercialisation par ce dernier des solutions développées par DMS Group. Depuis 2019 ce sont plus de 175 tables de Radio/fluoroscopie fabriquées par DMS qui ont été vendues par Fujifilm.

Fort de la multiplication des partenariats OEM, le Groupe est largement présent à l'international, et entend poursuivre son développement commercial. Pour cela, le Groupe peut s'appuyer sur son nouvel outil de production de près de **6 000 m²** basé à Gallargues-le-Montueux, employant **125 collaborateurs** et permettant au Groupe de produire jusqu'à **450 tables** de radiologie.

Répartition géographique du CA en 2022 (%)

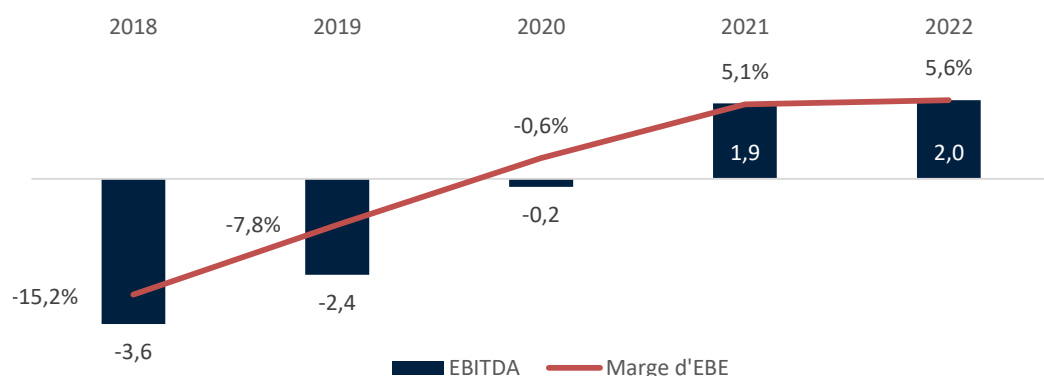


source : Société, Euroland Corporate

Le Groupe déploie également une politique d'innovation ambitieuse, pour améliorer les techniques d'imagerie médicale et développer de nouveaux produits pour répondre aux besoins du marché. Portée par une équipe R&D de premier plan (25% des effectifs dédiés à la R&D) et des efforts de R&D soutenus (~10% du CA sur les 5 dernières années), la société détient un portefeuille composé d'environ 10 brevets.

Avant de d'approfondir la nouvelle histoire de DMS Group, revenons sur sa dernière publication de résultats annuels 2022 communiqués en avril dernier.

Evolution de la rentabilité depuis 2018



source : Société

Dans le cadre du plan stratégique *Imaging 2027*, DMS Group a cédé 17% du capital de Hybrigenics et s'est désengagé de DMS Biotech, qui a été reclassée en actifs et passifs destinés à être cédés selon la norme IFRS 5.

En conséquence, le CA consolidé 2022 diffère de celui publié en janvier 2022 qui, retraité des activités cédées, s'élève à 35,3 M€ en retrait de 3,0% (36,3 M€ de CA en 2021). Le CA est pénalisé par un effet de base exigeant (+15,3% en 2021 à la faveur d'un contrat exceptionnel) et par la baisse des ventes en Russie et en Ukraine. Le chiffre d'affaires réalisé en radiologie ressort en baisse de 6% à 29,3 M€. Hors impact du contrat exceptionnel et de la baisse des ventes en Russie, la division Radiologie affiche une activité dynamique à la faveur des accords de distribution avec Fujifilm, Carestream et Canon notamment en France et aux US. Dans le même temps, le pôle Ostéodensitométrie affiche une activité dynamique (+21% à 6,0 M€) sous l'effet de l'accord avec Fujifilm Healthcare.

En 2022, l'EBITDA de DMS Group s'élève à 2,0 M€, en progression de +30%. Il représente une marge d'EBITDA de 5,6%, contre 4,2% sur l'exercice précédent. Les charges externes comptabilisées en 2022 intègrent des coûts liés à l'opération d'apport du pôle imagerie médicale (coûts de première cotation, frais comptables additionnels, charges juridiques diverses héritées d'ASIT Biotech, etc.) pour un montant de 0,5 M€. Retraité de ces charges, l'EBITDA de DMS Group s'établit à 2,5 M€, soit une marge d'EBITDA de 7,0%, en nette progression par rapport à 2021. **Cette évolution témoigne de la poursuite de l'amélioration de la rentabilité opérationnelle des activités d'imagerie médicale, d'autant plus significative qu'elle a été réalisée dans un contexte de vives tensions en matière d'approvisionnements.** En vertu de la norme IFRS 5, la division DMS Biotech a été reclassée en actifs et passifs destinés à être cédés, ainsi qu'en résultat des activités abandonnées à la clôture 2022. En conséquence, elle ne contribue plus à l'EBITDA de DMS Group.

Finalement, le résultat net part du groupe s'établit à -6,8 M€ en 2022, après déduction de la perte de -2,1 M€ des activités abandonnées.

En 2022, DMS Group génère un cash-flow d'exploitation positif de +1,0 M€. Les flux d'investissement consomment -3,1 M€, dont -2,6 M€ de CAPEX (dépenses d'immobilisations). Les flux de financement de +3,1 M€ intègrent +5,9 M€ d'augmentation de capital au titre de l'opération d'apport de la division d'imagerie médicale à ASIT Biotech (devenu DMS Imaging), des nouveaux emprunts financiers à hauteur de +5,7 M€, et -8,6 M€ de remboursement de dettes et d'avances réalisées sur l'exercice. Finalement, la variation nette de trésorerie est positive de +0,3 M€ sur l'exercice (après impact de -0,7 M€ de flux de trésorerie des activités abandonnées).

Historique de la société

1993 : Création de DMS.

1994 : Entrée sur le marché de l'ostéodensitométrie à ultrason avec l'Ubis 5000.

1995 : Développement de la gamme d'ostéodensitométrie à rayons X.

1996 : Lancement du projet LEXXOS, un ostéodensitomètre innovant bi-dimension.

1997 : Avancé du projet LEXXOS avec la signature d'un contrat d'exclusivité avec le CEA/Leti.

1998 : **DMS Group** est introduit en bourse sur Euronext Paris.

1999 : **DMS Group** procède au rachat de la société **Apelem** (société de radiologie créée en 1979) et de ses technologies.

2001 : Commercialisation des projets LEXXOS à l'international et du détecteur PALADIO.

2009 : Recentrage de la stratégie du groupe sur les produits phares et les opportunités de croissance externes

2010 : Commercialisation du dispositif **STRATOS DR**. Ostéodensitomètre à rayon X haut de gamme

2011 : Lancement de la table PLATINUM.

2013 : Commercialisation de la table PLATINUM aux USA.

2015 : Acquisition de 100% du capital de la société **AXS Medical** (société d'imagerie stéréoradiographique et de modélisation 3D appliquée à l'orthopédie créée en 2010). Lancement de la table de radiologie OPTIMA. Signature de deux contrats majeurs de distribution avec **Carestream Health** et **Toshiba Medical Systems Europe**.

2017 : Signature entre **DMS Group** et **Fujifilm** d'un contrat OEM pour l'Ostéodensitométrie en Europe.

2018 : La centrale d'achat publique généraliste en France UGAP sélectionne les produits de **DMS Imaging**.

2019 : Apport du pôle DMS Biotech à la société **Hybrigenics** (société de biopharmacie créée en 1998). **DMS Group** est rémunéré de cet apport par l'échange de 80% du capital d'**Hybrigenics**.

2020 : extension des accords **Fujifilm** à la radiologie et aux zones Amérique, Moyen-Orient, Afrique et Asie

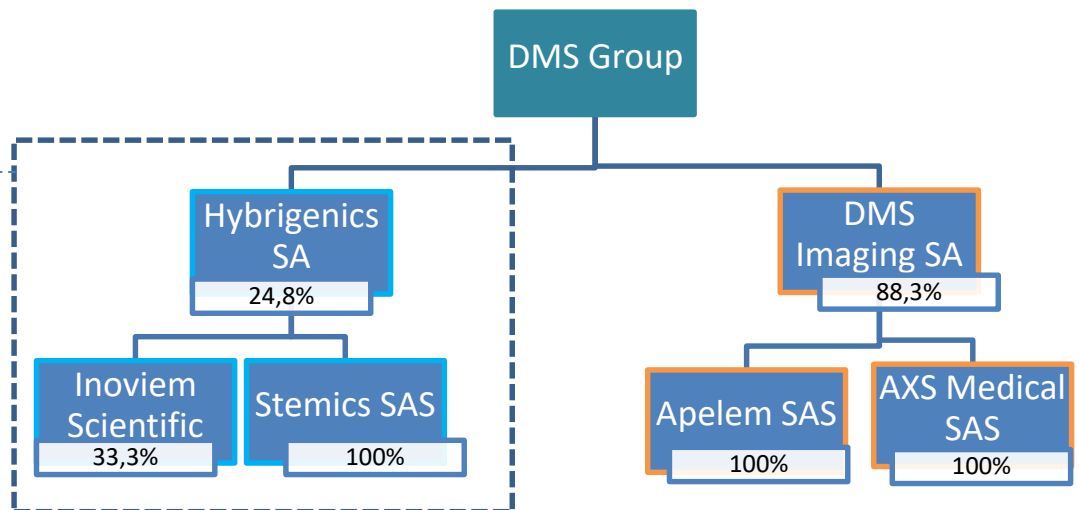
2021 : Signature du traité d'apport du pôle DMS Imaging à la société **Asit Biotech**.

2022 : Transfert effectif de la cotation des titres **DMS Group** sur Euronext Growth à Paris. Apport du pôle DMS Imaging à la société **Asit Biotech**. Evolution de la gouvernance de **DMS Imaging** et de **DMS Group**. Lancement du plan stratégique « *Imaging 2027* ».

Signature d'un contrat de développement majeur pour **Canon Medical Systems Europe**

2023 : Acquisition par **DMS Group** de la participation de la famille Ansel (12,89%) en échange d'une partie de sa participation dans **Hybrigenics**. La participation résiduelle de DMS Group dans Hybrigenics est de 24,77%.

Organigramme DMS Group

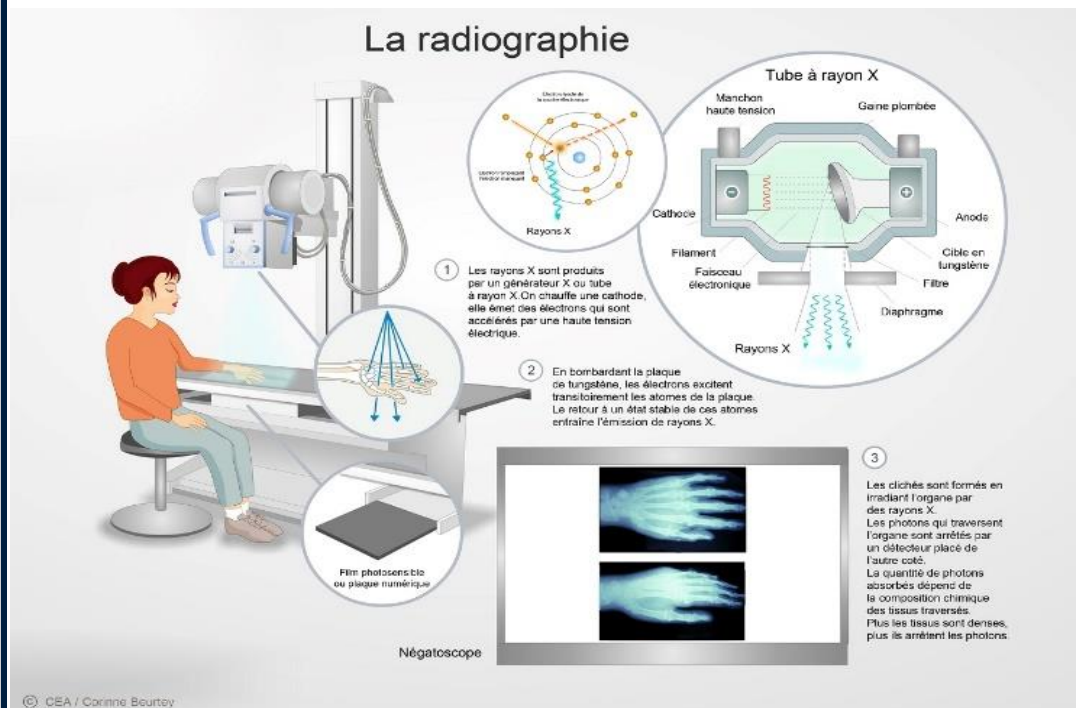


Activités abandonnées en 2022

L'imagerie médicale, clé de voûte du parcours de soin

Cœur de métier de DMS Group, l'imagerie médicale se décline sous plusieurs types (IRM, échographie etc.). Son utilisation est de plus en plus forte dans le diagnostic de maladie en complément d'un examen clinique et d'autres investigations (examens biologiques, tests neuropsychologiques). Son objectif est de diagnostiquer les maladies mais également de permettre de suivre leur évolution, découvrir leur fonctionnement et permettre d'offrir une réponse de soins plus adaptée. Parmi la multitude de technologies existantes, DMS Group concentre son savoir-faire sur la radiologie, la fluoroscopie et l'ostéodensitométrie. De façon générale, ces techniques utilisent les rayons X pour différencier les tissus selon leur densité et obtenir une image 2D, voir 3D dans certaine applications nouvelles.

Fonctionnement de la radiographie



source : CEA / Corine Beurtray

L'ensemble de ces technologies d'imagerie médicale permet de mieux cibler les pathologies, de mieux les suivre, de mieux monitorer les effets thérapeutiques mais aussi de mieux les traiter par le biais de la radiologie interventionnelle. C'est pourquoi l'imagerie médicale permet d'améliorer fortement :

- **la détection des pathologies** : au niveau de la **prévention** et du **dépistage** car ces machines permettent la détection à des stades précoces des maladies (cancers, malformations, anomalies, etc.) et donc une intervention plus tôt et mieux adaptée. Les résultats recueillis chez les patients peuvent être stockés afin d'alimenter des bases de données pour élaborer des programmes préventifs plus robustes.
- **les résultats obtenus** : au niveau du **diagnostic**, ces appareils permettent de détecter et évaluer, avec une précision accrue, la nature, la gravité et l'avancé de la pathologie examinée.

- **les solutions proposées** : au niveau des **traitements** et du **suivi** des patients, ces appareils offrent une meilleure prise en charge car les effets des médicaments proposés peuvent être directement observés pour en constater l'impact et l'évolution sur le corps et les pathologies. Ces informations peuvent indiquer une nécessité de modifier le traitement proposé, voire de le stopper. Ces machines permettent aussi de mieux suivre les individus traités afin de prévenir les récurrences ou dans le cas de maladies chroniques, d'en prévenir le développement.

L'imagerie médicale joue aujourd'hui un rôle essentiel dans le parcours de soins cependant, les coûts d'acquisition et d'exploitation des équipements d'imagerie médicale peuvent être très élevés, ce qui peut constituer un frein pour les établissements de santé qui ne disposent pas des ressources financières nécessaires pour investir dans ces technologies.

En effet, le coût moyen d'une **salle d'os** (généralement équipée d'un appareil radiographique fixe qui utilise des rayons X pour produire des images statiques des os du corps) est de 350 K\$. Ce type de salle ne répond qu'à une infime partie des besoins et doit souvent être associée à une **salle interventionnelle** (salle équipée de technologies de pointe pour réaliser des interventions médicales complexes et invasives) dont le coût moyen est de l'ordre du million de dollars. Au-delà de son coût, l'utilisation des salles interventionnelles peuvent entraîner une exposition plus élevée aux rayonnements, ce qui peut présenter un risque sur la santé des patients.

La **salle RF de Radio/fluoroscopie** présente plusieurs avantages par rapport à une salle d'os ou une salle interventionnelle.

- **Imagerie en temps réel et imagerie fine combinées**: La salle RF permet une visualisation en temps réel des structures internes du corps en « mouvement », ce qui permet la réalisation de procédures guidées par l'image, telles que les arthroscopies ou les procédures urogynécologiques. Elle permet aussi sur le même équipement d'avoir une imagerie d'urgence et ostéo articulaire de qualité
- **Meilleure résolution** : la salle RF permet en général une résolution et un champs de vue plus élevée que celle des salles interventionnelles.
- **Plus polyvalente** : La salle RF peut être utilisée pour une variété de procédures médicales, telles que les examens gastro-intestinaux, les examens d'angiographie périphériques, les procédures de diagnostic et de traitement guidées par l'imagerie.
- **Plus sûre pour les patients** : Les examens RF utilisent souvent des quantités moindres de rayonnement que les examens d'imagerie en coupe, ce qui réduit le risque d'exposition aux rayonnements pour les patients.

En conclusion, la salle de Radio/fluoroscopie offre des avantages majeurs par rapport aux salles d'os et interventionnelles en combinant le meilleur des deux dans un nombre grandissant d'application. Avancée essentielle dans l'imagerie médicale, la fluoroscopie, cœur de métier de DMS Group bénéficie aux patients et aux professionnels de la santé.

Une offre innovante

Depuis près de 30 ans, les équipes de DMS Group dédient leur savoir-faire pour répondre aux problématiques de l'imagerie médicale et offrir des solutions d'imagerie performantes et innovantes. Fort d'un bureau d'étude interne composé de 25 ingénieurs grandes écoles, 6 PHD et 1 normalien, DMS Group offre aujourd'hui une large gamme de produits à destination des professionnels de la radiologie.

L'activité du pôle se concentre autour de 2 principales activités. Ces dernières portent sur la radiologie, l'ostéodensitométrie mais aussi sur une base de connaissance importante dans la modélisation 3D. Commercialisés sous différentes marques, les produits proposés par le Groupe apportent des innovations et des solutions adaptées aux professionnels de santé.

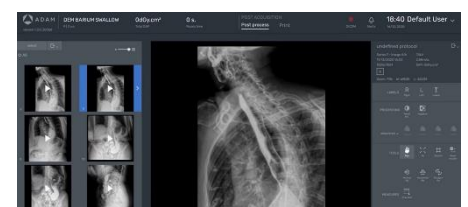
La radiologie et la fluoroscopie

La forte capacité d'innovation et de développement du groupe lui permet de proposer des solutions de radio-fluoroscopie premium. Le Groupe a notamment conçu la table Platinum Neo qui embarque :

- Un **capteur plan dynamique** améliorant la qualité des radiographies réalisées. Ce capteur permet également de réaliser des examens de fluoroscopie, c'est-à-dire la projection sur un écran d'une image dynamique à l'aide des rayons X.
- Alliant l'IA et une gestion automatisée, la solution Platinum Néo permet un **positionnement automatique** de la table. Que ce soit en améliorant la qualité des clichés grâce à une gestion automatisée des filtres du collimateur ou en ajustant automatiquement le centrage du patient grâce aux fonctionnalités « Go-To-Position » et « Get-The-Position ». Elle permet d'optimiser la qualité du diagnostic et la sécurité du patient tout en réduisant la dose de rayonnement.
- Son **design innovant** intègre une tablette un pupitre de commande et une interface mobile permettant un accès direct aux fonctionnalités de la table. Ces outils bénéficient de l'interface ADAM (voir page 15), permettant un environnement de travail totalement innovant et connecté.
- La **sécurité** est également mise en avant grâce notamment à des technologies innovantes permettant un dosage plus précis pour réduire l'exposition des patients aux rayons X et optimiser la qualité de l'image. L'accent est également mis sur la cyber-sécurité avec un système renforcé de protection des données et conforme aux normes américaines et européennes les plus strictes.

L'ensemble de ces caractéristiques ont permis à la table Platinum Néo de remporter le prix de l'innovation lors des Journées Francophones de Radiologie (JFR) en 2021.

Offre de produits de radiologie - Platinum Neo

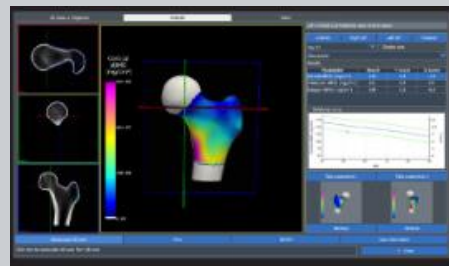


Ostéodensitométrie

La solution Stratos s'appuie sur l'imagerie par DXA (absorptiomètre bi-photonique à rayons X) qui est un examen d'imagerie utilisant une quantité relativement faible d'irradiation par rapport aux solutions de radiographie ou de scanner. L'analyse DXA permet de mettre en exergue la masse grasse, la masse maigre et le contenu minéral osseux. La solution d'ostéodensitométrie Stratos, permet d'effectuer des analyses rapides et fiables. Connecté et intégrant la suite logicielle 3D-DXA, les systèmes Stratos permettent d'optimiser le temps consacré à l'analyse des examens.

La suite logicielle 3D-DXA (non-propritaire) est vendue en complément de la solution Stratos. Cette dernière s'appuie sur les images DXA 2D pour fournir une image 3D des os. La suite logicielle permet également de reconstituer les épaisseurs trabéculaire et corticale avec une cartographie en couleurs.

Offre de produit ostéodensitométrie - Stratos et Stratos DR



Plateforme logicielle 3D-DXA

Sources : Société, Euroland Corporate

Fort de son offre produits, DMS Group est aujourd'hui un acteur de référence de l'industrie de l'imagerie médicale. Afin de renforcer son offre mais également de répondre aux enjeux du secteur (intégration, mobilité ou encore automatisation), DMS Group développe depuis 2016 une suite logicielle dédiée au pilotage des examens médicaux (1er commercialisation 2020) et développe actuellement une unité de radiologie mobile ainsi qu'un arceau de bloc opératoire.

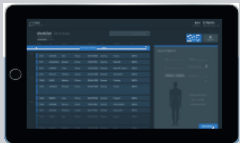
L'intégration de systèmes complémentaires aux appareils tels que des consoles pour visualiser en temps réel les examens, des postes de travail etc. permet de rendre plus compétitifs les produits commercialisés. Ces équipements intégrés aux appareils d'imagerie médicale permettent d'assister les professionnels de santé dans la réalisation de leurs examens, d'améliorer les résultats et limiter les risques d'erreurs.

Le recours à **l'IA et l'automatisation** viennent appuyer la qualité des examens réalisés. Les apports de ces technologies portent sur une meilleure qualité d'image, un paramétrage des appareils assisté, et une irradiation moindre des patients.

Le développement d'**équipements d'imagerie mobiles**. Ces solutions, plus compactes, se font progressivement une place sur le marché. Elles ont principalement pour vocation à être utilisées patients au plus proche du patient sans avoir à transporter ce dernier vers un plateau d'imagerie médicale.

Une suite logicielle au service des experts de l'imagerie

En parallèle de la commercialisation de ses systèmes de radiologie télécommandés, DMS Medical a développé, via sa filiale APELEM, une suite logicielle dédiée au pilotage des examens médicaux.



Combinant expertise métier et expérience utilisateur, cette plateforme logicielle nommée ADAM, est le fruit de plus de 20 ans d'expérience dans le domaine de la radiologie. Développée dès 2016, l'une des forces de celle-ci réside dans le fait qu'elle a été conçue avec des utilisateurs et pour des utilisateurs, répondant ainsi aux besoins actuels et assurant une UX optimale.

Afin de développer l'ensemble des fonctionnalités de cette suite logicielle, plusieurs partenariats ont été signés avec des acteurs de premier plan dont 1/ **Vieworks**, acteur coréen spécialiste dans les systèmes de détection à rayons X et dans le traitement du signal pour les capteurs d'images, 2/ **ContextVision**, pionnier du traitement et de l'analyse des images médicales grâce à l'IA, et 3/ **Intactile Design**, spécialiste français de la réalisation d'interfaces numériques centrées sur l'utilisateur.

Commercialisée dans sa première version début 2020, ADAM offre de nombreux bénéfices aux utilisateurs dont :

Un **Workflow optimisé** et un **design moderne** – Pensée dès le départ pour être user-centric, ADAM dispose d'une interface moderne, personnalisable et adaptée pour une utilisation sur écran tactile ou tablette. Plateforme simple, rapide et efficace, celle-ci possède une navigation intuitive, de gauche à droite, facilitant ainsi la navigation et la conduite de l'examen.

Exemple de fonctionnement du Workflow



Un parcours intuitif pour les utilisateurs, facilitant la conduite de l'examen

Sources : Société, EuroLand Corporate

Favorisant le pilotage de la table et son positionnement directement depuis l'interface du logiciel, ADAM permet de centrer le patient sur la table automatiquement, sans l'exposer à des rayons X inutiles. Enfin, le logiciel peut gérer les constantes de radiographie, de fluoroscopie et de nombreux paramètres afin de rendre la mise en place de la salle automatisée et de gagner un temps précieux tout en maximisant la sécurité du patient.

Une **qualité d'image exceptionnelle** – Alliant le hardware, avec un capteur plan aux spécifications techniques élevées, au software, avec un algorithme de traitement de l'image et une IA embarquée, ADAM permet un rendu d'image optimum même en cas de sous-exposition, et ce quelque soit la morphologie du patient, évitant ainsi toute reprise de cliché inutile.

Une qualité d'image exceptionnelle

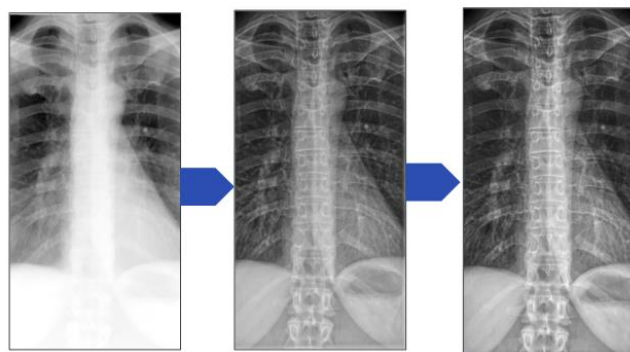


Image non
traitée

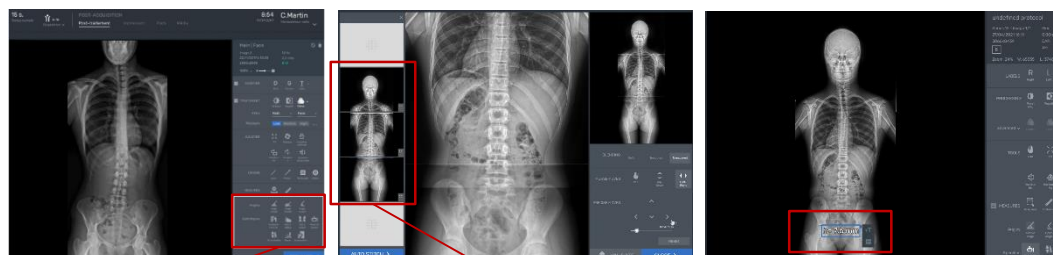
Image harmonisée
par l'IA

Image traitée

Sources : Société, Euroland Corporate

Des **outils de traitement intégrés** – Au sein de l'interface d'ADAM, l'utilisateur dispose d'un accès direct à de nombreux outils de mesure post acquisition : reconstruction automatique en quelques secondes afin d'obtenir une image complète, rognage, rotation, mesure d'angles, de distances.

Exemple d'outils de traitement



Des outils de post-
traitement accessibles

Une reconstruction rapide de
l'image complète possible

Des prises de mesures
intégrées

Sources : Société, Euroland Corporate

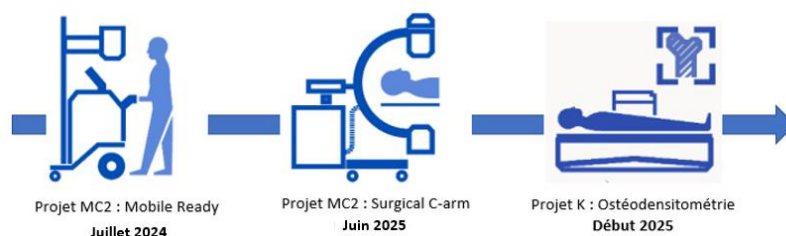
Un **niveau de sécurité important** – Enfin, cette solution offre une protection par identifiant et mot de passe personnalisés assurant l'accès à la plateforme aux utilisateurs appropriés et leur confère les droits associés. Cette gestion est centralisée et sécurisée.

Au global, la plateforme ADAM offre une vraie valeur ajoutée aux utilisateurs des systèmes de radiologie développés par DMS group. Alliant performance technologique (traitement de l'image, outils intégrés, ...), et gains de productivité (workflow adapté) avec un haut niveau de gestion de la cybersécurité, cette suite logicielle est un avantage concurrentiel certain pour DMS Group.

Vers une offre plus complète

Fort d'une offre produits à la pointe de la technologie tant sur le *hardware* que sur le *software*, DMS Group a établi une roadmap produits afin de renforcer son offre et lui permettant d'apporter des solutions adaptées à la demande actuelle sur le marché de l'imagerie médicale.

Roadmap produits



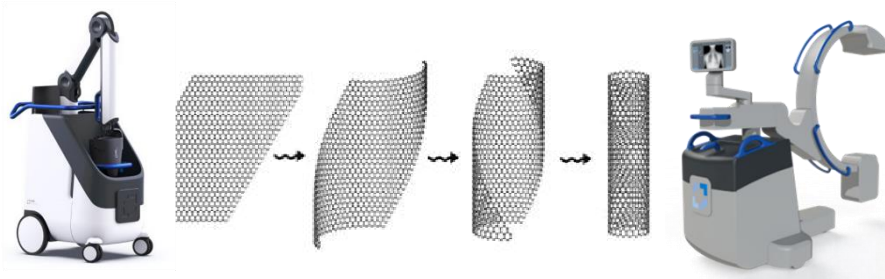
Sources : Société, Euroland Corporate

Le projet MC2

Le premier projet qui devrait voir le jour est le projet M, une unité de radiologie mobile. Cette solution représente un enjeu majeur pour DMS Group car la demande du secteur pour ce type de solutions ne cesse de croître. Avec une commercialisation prévue en juillet 2024, le projet M s'appuie sur la technologie innovante des nanotubes de carbone (CNT).

Le projet C2 porte lui sur le développement d'une nouvelle solution d'arceau de bloc opératoire. Ce projet bénéficiera de la suite logicielle Adam qui sera adaptée à une utilisation sur arceau de bloc opératoire. La demande d'arceau est en croissance notamment pour fournir des images en temps réel lors des opérations chirurgicales. La commercialisation prévue de cette solution est estimée à juin 2025. Les projets M et C2 représentent 4 M€ de CAPEX et bénéficient d'un financement à hauteur de 2,1M€ par l'Etat. Ce financement fait suite au prix remporté par DMS pour l'appel à projet « AAP Plan de relance pour l'industrie – secteurs stratégiques ». A ce titre, DMS Group a déjà perçu 500 K€. Le solde sera versé en deux temps en 2023 pour 1 M€ et en 2024 pour 500 K€.

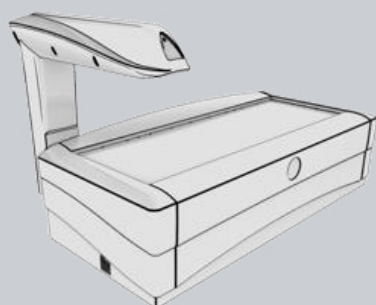
Projet MC2 et la technologie des CNT



Sources : Société, Christophe Caillier, Transport dans les nanotubes de carbone individuels sous conditions extrêmes

Le projet K

Pour conquérir le marché américain qui pèse pour près de 40% du marché mondial, DMS Group adapte ses solutions d'ostéodensitométrie Stratos DR et prévoit une commercialisation de sa solution pour le Q1 2025. Le Projet K est actuellement financé sur fonds propres mais une demande de financement est en cours.



Projet K

Un modèle capable d'absorber la croissance

Le choix de l'agilité

Évoluant au sein d'une industrie à la réglementation contraignante et afin de garantir une qualité irréprochable, DMS Group a fait le choix d'internaliser la totalité de son processus sur un même site, à Gallargues-le-Montueux. La société est ainsi présente de la conception à l'assemblage, en passant par la certification des systèmes d'imagerie médicale. De fait, la sous-traitance n'est que très peu présente dans la chaîne de valeur et ne constitue pas un risque.

Chaîne de valeur DMS Group



source : Euroland Corporate

DMS Group présente ainsi une organisation à taille humaine (120 collaborateurs fin 2022), agile, flexible et en mesure répondre aux demandes les plus spécifiques, via son bureau d'étude intégré pour la conception de nouvelles solutions. La maîtrise de l'ensemble de la chaîne de valeur garantit aussi l'efficacité et la compétitivité des gammes conçues et commercialisées. À date, le groupe utilise seulement 60% des capacités de son site de Gallargues-le-Montueux (5 550 m² dont 1 400 m² dédiés à la production).

Pour commercialiser ses solutions d'imagerie médicale, DMS Group présente cependant un modèle hybride de vente indirecte, en marque blanche ou via un réseau de distributeurs solides.

En effet, la société a signé depuis 2015 de multiples accords OEM (Original Equipment Manufacturer) pour le compte de grands noms de l'industrie de l'imagerie médicale. La société se positionne ainsi comme un fournisseur important de Fujifilm (11% de parts de marché en 2021 et qui vient de racheter Hitachi), Carestream (2% de pdm) ou encore Canon (9% de pdm). Ce mode de distribution est particulièrement efficace à l'international. En effet, au regard des grands acteurs de l'imagerie médicale, DMS Group est une société de petite taille et préfère donc s'adresser aux acteurs ayant les ressources et l'expertise pour la commercialisation et la mise en service de ses solutions. **Aujourd'hui, les solutions de DMS Group sont distribuées sur l'ensemble des continents dans près de 140 pays permettant à la société de réaliser 85 % de son CA à l'export.**

Répartition du CA des principaux acteurs en 2021

Principaux fabricants d'équipements d'imagerie médicale dans le monde	Chiffre d'affaires dans le domaine de l'imagerie en 2021 (M€)	Valeur relative
GE Healthcare	13 260,40	32%
Siemens Healthineers	8 298,10	20%
Philips	7 296,00	18%
Fujifilm	4 684,50	11%
Hologic	762,7	2%
Canon	3 696,60	9%
Carestream Health	970	2%
Konica Minolta	881,3	2%
AGFA-Gevaert	683	2%
Shimadzu	540,9	1%
Total	41 073,50	100%

source : Xerfi

Dans ce contexte, DMS Group a signé en décembre 2022, un nouvel accord technologique et commercial majeur avec Canon Medical Systems Europe. Cet accord en marque blanche, vise à fournir les solutions de radiographie et de fluoroscopie (RF) de nouvelle génération, des tables numériques télécommandées, développées par DMS Imaging à partir de la technologie de détecteur numérique de Canon. Ces nouvelles solutions seront intégrées au portefeuille d'imagerie diagnostique de Canon Medical Systems Europe lui permettant ainsi de renforcer son avantage commercial et concurrentiel dans la radiologie numérique. Cet accord pluriannuel et sans exclusivité (DMS pourra commercialiser la solution via son propre réseau de distribution), intègre des revenus de maintenance et de service renforçant le profil de croissance du Groupe et ce sans effort commercial supplémentaire. De plus, il confirme l'avance technologique des solutions de radiologie et de fluoroscopie dans le secteur de l'imagerie médicale.

Exemple de clients





source : société

La force de vente interne intervient auprès des hôpitaux et des centres médicaux à travers les marques propres de DMS Imaging en partenariat avec ses distributeurs. Ce mode de distribution présente plusieurs avantages : 1/ capter une part plus importante de la valeur ajoutée, 2/ s'assurer que l'approche commerciale est conforme à ses standards et 3/ garantir un contact avec ses clients. La force de vente directe propose également les solutions du Groupe à plus de 140 distributeurs dans le monde.

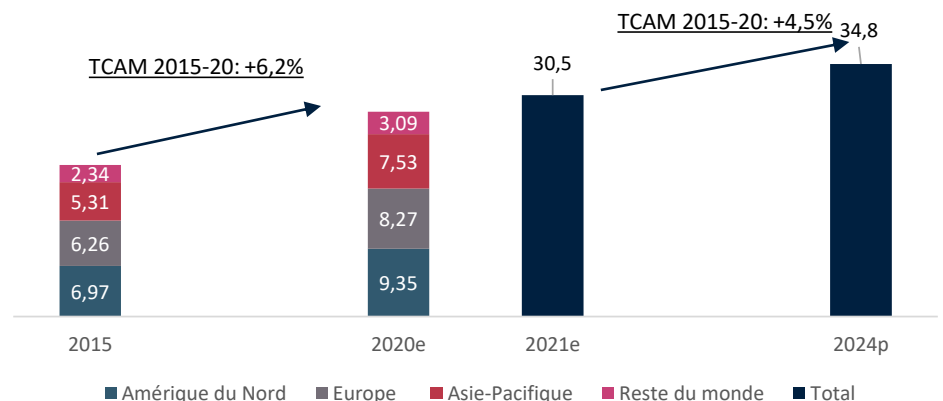
Un marché structurellement porteur

L'imagerie médicale, un marché attendu à 35,0 Mds€ à horizon 2024

La filière de l'imagerie médicale est portée par des leviers de croissance solides, qui sont d'ordre démographique (croissance et vieillissement de la population notamment) et sanitaire (cancers, etc.). En 2021, le marché mondial de l'imagerie médicale était estimé à 30,5 Mds€. Malgré le ralentissement de la croissance en 2020 (+0,1%) dû au coronavirus (reports de commandes, tensions sur les chaînes d'approvisionnement...), le marché reste bien orienté. Avec une croissance attendue de 4,5% par an entre 2021 et 2024, il devrait avoisiner les 35,0 Mds€.

- Hausse et vieillissement de la population** : la population mondiale, estimée aujourd'hui à 8 Mds et qui devrait atteindre 8,5 Mds en 2030 selon l'ONU, est un axe principal de croissance pour le marché. L'accroissement démographique entraîne de manière structurelle une hausse de la demande d'analyses d'imagerie médicale. De plus, le vieillissement de la population est un autre facteur car de nombreuses maladies liées à l'âge peuvent nécessiter le recours à l'imagerie (arthrose, ostéoporose...). Le marché de l'ostéodensitométrie devrait croître d'en moyenne 5,3% annuellement entre 2022 et 2028, passant ainsi de 1,3 Mds\$ en 2021 à 1,9 M\$ en 2028 (IMIR Market Research). Avec un marché mondial qui se concentre pour environ 40% aux US, DMS compte attaquer ce marché au travers de son projet K à partir de 2025. Outre, l'accroissement et le vieillissement démographique, le cancer qui est l'une des principales causes de décès dans le monde est également un facteur de développement du marché.
- L'influence des pouvoirs publics** : qui vise à améliorer l'accès aux soins en augmentant les investissements réalisés dans les établissements de santé. Cette tendance se retrouve dans l'ensemble des pays du monde et plus particulièrement dans les pays émergents tels que la Chine et l'Inde.
- Une application diversifiée de l'imagerie médicale** : initialement utilisée dans le dépistage, l'imagerie médicale opère progressivement dans le diagnostic et le suivi des patients. De plus, l'imagerie médicale trouve des applications dans de nombreuses branches du secteur médical comme en oncologie. Enfin, l'imagerie médicale permet de guider les opérations médicales réalisées par les professionnels de santé (thérapie guidée par l'image). Par exemple dans les opérations chirurgicales en permettant une meilleure précision des actes pratiqués et un allègement de l'intervention, ainsi que dans le traitement proposé grâce au suivi afin d'ajuster les solutions proposées en fonction des résultats observés. In fine, c'est le processus de soin proposé au patient qui s'améliore en apportant des prestations de meilleure qualité.

Marché mondial des équipements d'imagerie médicale (en Mds€)



Source : Xerfi « Nouvelles perspectives pour l'imagerie médicale à l'horizon 2024 »

Un marché concentré mais réceptif à l'innovation

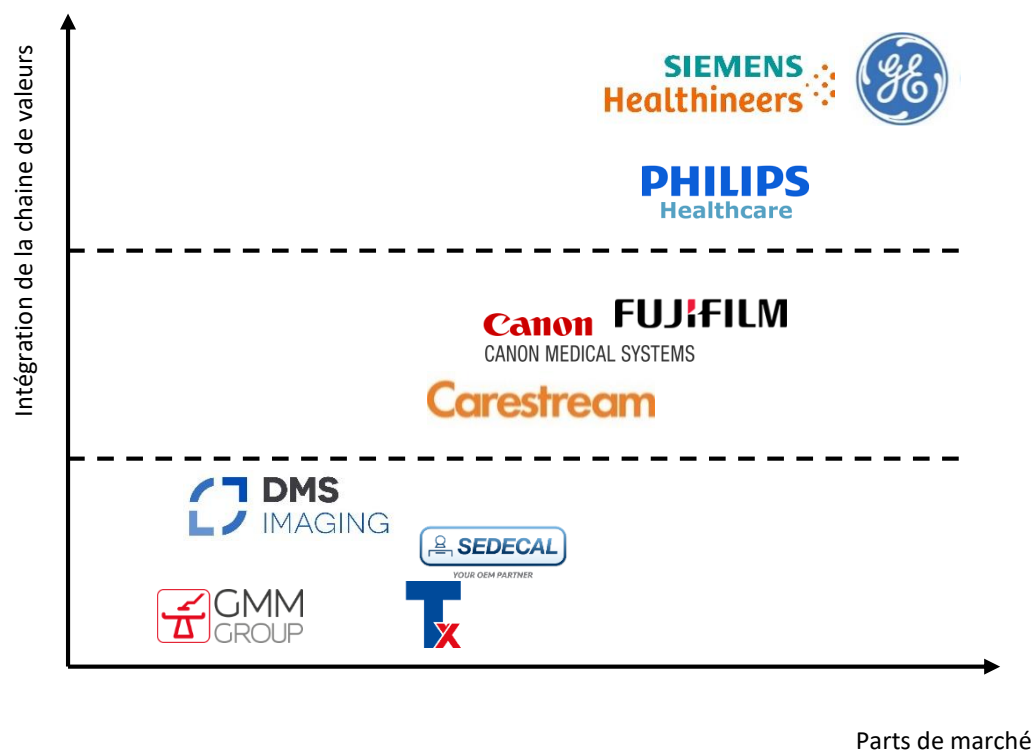
L'environnement concurrentiel de l'imagerie médicale est composé de plusieurs types d'acteurs avec des enjeux et des stratégies différentes.

Le marché est dominé par GE Healthcare, Siemens et Philips qui représentent près de 2/3 du marché mondial de l'imagerie médicale. Ces acteurs généralistes mondiaux sont présents sur l'ensemble de la chaîne de valeurs et proposent une offre complète en matière d'imagerie médicale (IRM, R/F, mammographie...).

Ces acteurs sont suivis par un second groupe composé d'anciens acteurs spécialistes du film (Canon, Fujifilm, Carestream). La dématérialisation croissante de l'industrie du film a poussé ces acteurs à se tourner vers un changement d'activité leur permettant de capitaliser sur le savoir-faire qu'ils ont pu acquérir. Toutefois ne disposant pas de la technologie nécessaire pour proposer des solutions complètes, ces acteurs doivent se fournir auprès de fabricants spécialisés tels que DMS Group.

Enfin, le dernier groupe d'acteur est celui des fournisseurs à l'instar de DMS. Ces acteurs sont présents dans le développement, la conception et la commercialisation de solutions d'imagerie médicale en marque blanche. Ces acteurs de niche sont très spécialisés et proposent une offre sur une partie des techniques d'imagerie. Parmi ces acteurs, DMS Group se démarque en étant le seul acteur à proposer une suite logicielle dédiée au pilotage des examens médicaux et une stratégie orientée OEM.

Panorama des concurrents

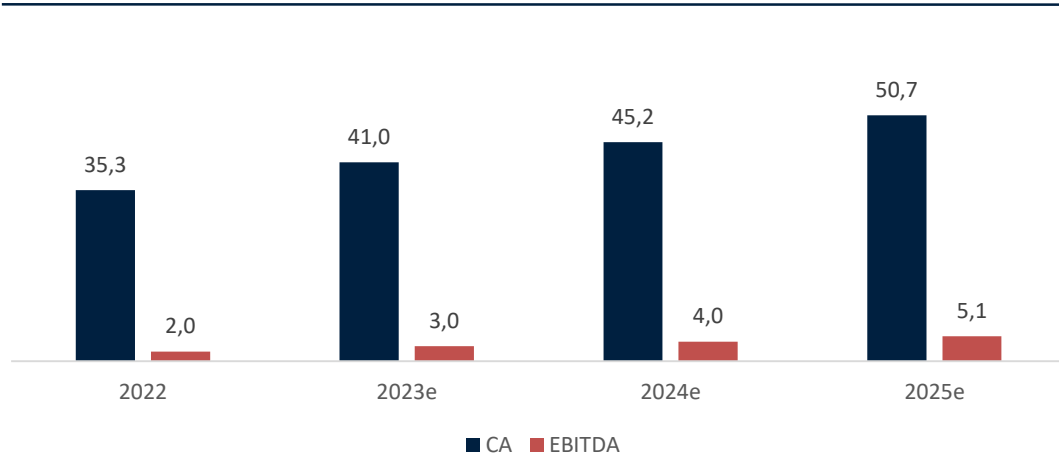


Source : Euroland Corporate

Perspectives stratégiques et financières

Acteur de référence sur le marché de l'imagerie médicale en France et à l'international, DMS Group entend accélérer le développement de son activité sur les prochaines années. Pour ce faire, la société s'appuiera sur une stratégie claire dont les principaux leviers sont : 1/ le renforcement de ses partenariats OEM (cf. Canon, Fujifilm et Carestream), 2/ l'enrichissement de sa gamme de produits permettant des hausses tarifaires (nouvelle version de sa table de radiologie, lancement d'une solution de radiologie mobile et d'un arceau de bloc opératoire) et 3/ dupliquer les partenariats OEM avec d'autres Groupes de l'imagerie médicale (Philips, Siemens...). Cette stratégie ambitieuse sur le plan organique devrait permettre à DMS Group d'atteindre les 60 M€ de chiffre d'affaires d'ici 2027 (contre 35,3 M€ en 2022) pour une marge d'EBITDA de 14%. Compte tenu des efforts fournis sur les exercices précédents, la dynamique d'investissement devrait être moins importante sur les prochains exercices. Sur la période 2022-25e, nous anticipons un TCAM du CA de +12,9%. Cette croissance pourrait être améliorée par la réalisation d'acquisitions à forte synergies qui permettraient d'étoffer son offre.

Prévisions de CA et d'EBITDA pour la période 2022-25e (en M€)

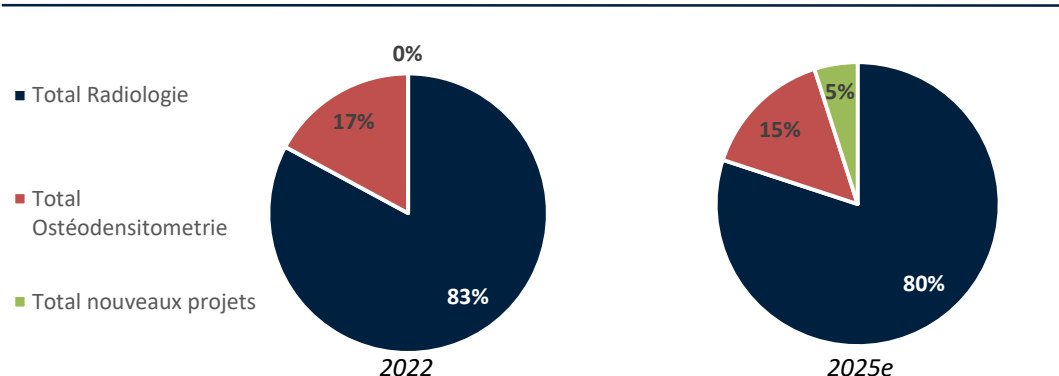


Source : Euroland Corporate

Des objectifs financiers ambitieux et une stratégie précise

Les leviers identifiés par DMS Group vont permettre d'afficher une accélération de l'activité dans les prochaines années. La croissance sera principalement portée par l'accélération des ventes de tables de radiologie sous l'effet de la dynamique des partenariats OEM. L'activité d'ostéodensitométrie ne devrait pas être en reste et devrait contribuer favorablement au cours des 3 prochains exercices. De plus, la commercialisation courant 2024 du mobile de radiologie et en 2025 de l'arceau de bloc opératoire sont autant de leviers pour la croissance.

Répartition du CA par segment (2022 vs 2025e)



Source : Euroland Corporate

La radiologie attendue en forte croissance

Avec un CA de 29,2 M€ (85% du CA) en 2022 et un TCAM de +12,4% sur la période 2018-22, l'activité de radiologie constitue le principal accélérateur de croissance du Groupe. Sur la période 2022-25e, nous anticipons un TCAM du CA de +11,6% affichant la capacité de DMS Group à remporter des parts de marché en France et à l'international sur le segment de la radiologie conventionnelle en capitalisant sur ses partenariats OEM. Sur les 3 prochains exercices, nous modélisons une croissance du chiffre d'affaires à la faveur d'un effet volume significatifs (env. 580 tables vendues) couplé à un effet prix positif (>5% sur la période) compte tenu du lancement de la nouvelle table.

Estimations des ventes DMS Group

Répartition par métier	2022	2023e	2024e	2025e
Radiologie				
Tables vendues	138	186	188	203
Prix moyen (en K€)	139	139	146	150
Total Tables de radiologies	19 188	25 862	27 447	30 378
SAV	3 044	4 103	4 354	4 819
% de SAV	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
Négoce Radiologie	7 000	4 900	5 145	5 402
Total Radiologie	29 232	34 865	36 946	40 599

Source : Euroland Corporate

En radiologie, la croissance reposera principalement sur :

La forte dynamique des partenariats OEM permettra d'accroître significativement les volumes du Groupe. En effet, DMS Group devrait bénéficier d'une dynamique favorable avec l'ensemble de ses partenaires. Avec Fujifilm Healthcare, le Groupe dispose de perspectives de croissance importante sous l'effet de l'appel d'offre remporté en Italie (portant sur 96 tables). Au-delà de ce contrat majeur, l'extension du contrat de distribution de la table à rayons X Platinum ADAM DRF avec Fujifilm Healthcare laisse entrevoir des perspectives de croissance significatives aux USA, en Afrique ainsi qu'au Moyen-Orient.

Le momentum est également favorable avec Canon, dont le nouveau partenariat stratégique signé au T4 2022 devrait permettre d'accélérer la croissance dès l'exercice 2024. Enfin, l'activité avec Carestream devrait également rester dynamique. Nous anticipons 203 tables vendues au total sur l'exercice 2025.

DMS Group entend également remporter des parts de marché sur le segment de la radiologie numérique grâce à une nouvelle version de sa table Fluoroscopique. Lancée fin 2022, cette dernière devrait monter en puissance en 2023 et devrait permettre au Groupe de revoir sensiblement ses prix de vente ce qui devrait jouer favorablement sur la croissance et la marge.

Estimations de CA DMS Group

Répartition par métier	2022	2023e	2024e	2025e
Total Radiologie	29 232	34 865	36 946	40 599
Total Ostéodensitometrie	6 039	6 152	6 831	7 622
Nouveaux projets			1 400	2 500
Total	35 271	41 017	45 177	50 722

Source : Euroland Corporate

L'ostéodensitométrie en soutien et des nouveaux produits pour dynamiser la croissance

Second marché du Groupe avec un CA 2022 de 6,0 M€ (15% du CA), l'activité Ostéodensitométrie connaît une dynamique positive en 2022 (+21,1%). Sur la période 2022-25e, nous anticipons un TCAM du CA de +8,1%. Le lancement du mobile de radiologie (attendu courant 2024) et de l'arceau de bloc opératoire devraient également contribuer favorablement à la croissance.

Estimations des ventes DMS Group ostéodensitométrie et nouveaux projets

Répartition par métier	2022	2023e	2024e	2025e
Ostéodensitométrie				
Tables vendues	267	272	302	337
Prix moyen	21	21	21	21
Total Tables Ostéodensitométrie	5 491	5 594	6 211	6 931
SAV	548	558	620	692
% du SAV	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Total Ostéodensitométrie	6 039	6 152	6 831	7 622
Nouveaux projets				
Mobiles radiologie vendus			47	57
Prix moyen			30	30
Total Mobile			1 400	1 700
Nombre arceaux vendus				10
Prix moyen				80
Total arceaux				800

Source : Euroland Corporate

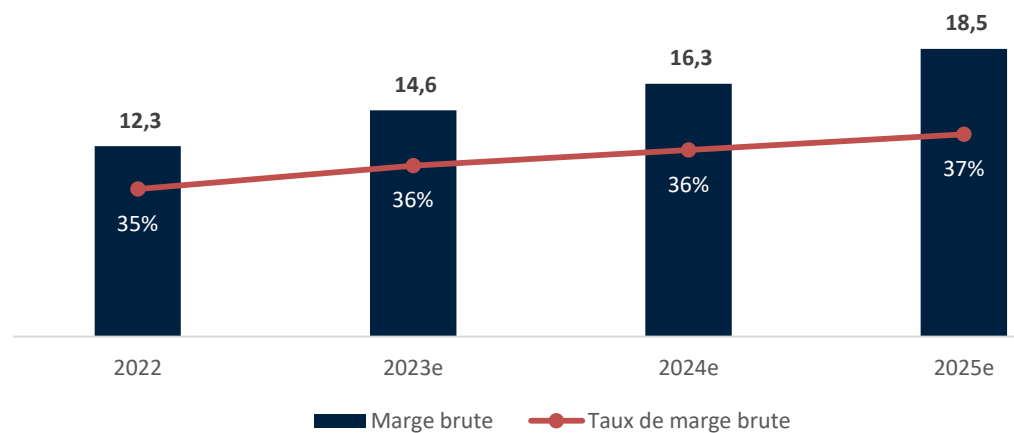
En Ostéodensitométrie, la croissance reposera principalement sur l'intégration du logiciel ADAM et le renforcement de ses études cliniques qui devrait permettre d'accélérer sa commercialisation. En outre, l'intégration du logiciel aux produits d'ostéodensitométrie (Stratos et Stratos DR) pourrait permettre à DMS Group de dupliquer son modèle de partenariats OEM avec d'autres géants de l'industrie de l'imagerie médicale (Philips, Siemens...).

Le Groupe devrait renforcer son offre de produits avec le lancement d'une solution de radiologie mobile et un arceau de chirurgie. Le lancement et la montée en puissance de ces nouvelles solutions offrent de nouveaux relais de croissance au Groupe, lui permettant de capter et d'adresser de nouveaux marchés. Nous estimons que ces nouveaux produits devraient représenter 5% du CA à horizon 2025.

Une rentabilité tirée par la croissance

Sur les 3 prochains exercices, nous anticipons une amélioration du taux de marge brute sous l'effet 1/ de l'intégration du logiciel ADAM dans les produits d'ostéodensitométrie puis dans l'ensemble de l'offre du Groupe et 2/ d'un effet prix favorable sur la période compte tenu du lancement de la nouvelle table de radiologie. Dans le même temps, l'EBITDA va bénéficier : 1/ de la forte croissance du chiffre d'affaires permettant d'absorber les coûts fixes et 2/ de la maîtrise des coûts engagés par la société, notamment au niveau des charges opérationnelles. Le Groupe devrait notamment capitaliser sur son expertise industrielle et sur ses nouvelles installations de production. Au-delà des conditions de production, une partie significative des investissements en lien avec le développement des nouveaux produits a déjà été réalisée sur les exercices précédents. Ainsi, la société devrait à terme, afficher une croissance de sa rentabilité avec un EBITDA de 5,1 M€ en 2025.

Prévisions de marge brute sur la période 2022-25e



Source : Euroland Corporate

Objectif 14% de marge d'EBITDA

Outre l'objectif des 60 M€ de chiffre d'affaires, le plan stratégique « *Imaging 2027* » vise une forte amélioration de la rentabilité du Groupe avec en ligne de mire une marge d'EBITDA de 14% (vs 5,6% en 2022).

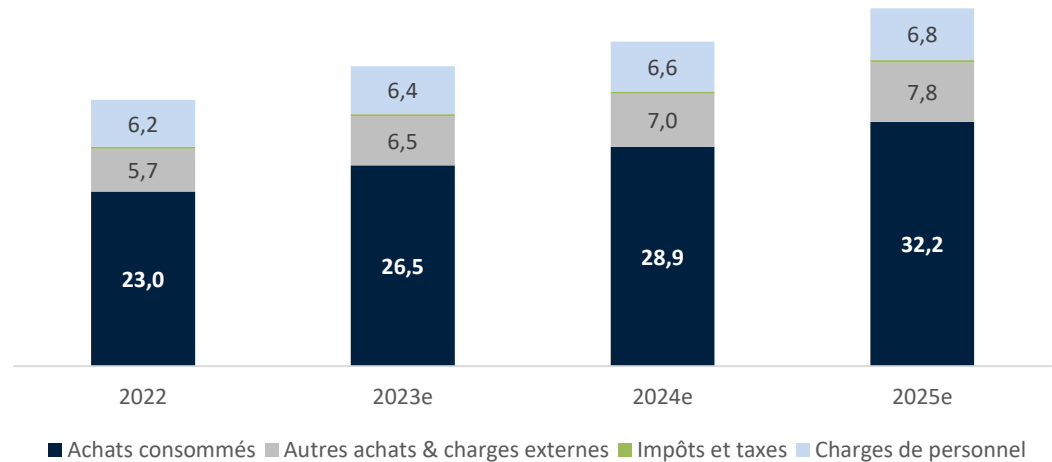
Pour cela, le management a mis en place une stratégie avec 2 leviers complémentaires : 1/ l'intégration de son logiciel ADAM dans l'ensemble de son offre de produits et 2/ la revalorisation tarifaire des solutions du Groupe et 3/ DMS Group devrait également capitaliser sur son nouvel outil de production inauguré en 2021. Cet usine devrait permettre au groupe d'améliorer sa performance opérationnelle.

Au cours des prochains exercices, l'implémentation progressive du logiciel ADAM dans l'ensemble de l'offre produits du Groupe, ainsi que les nouvelles solutions développées devraient permettre à la société de bénéficier d'un effet prix sensible.

La société devrait également bénéficier des investissements réalisés au cours des dernières années parmi lesquels les nouveaux équipements industriels. L'objectif, une meilleure performance industrielle permettant d'améliorer la rentabilité. Ces investissements devraient notamment limiter les charges opérationnelles.

Nous attendons ainsi un rebond de la rentabilité du Groupe dès 2023 avec un EBITDA de 3,0 M€ pour une marge opérationnelle de 7,4% (vs 5,6% en 2022).

Evolution des postes de charges sur la sur la période 2022-25e

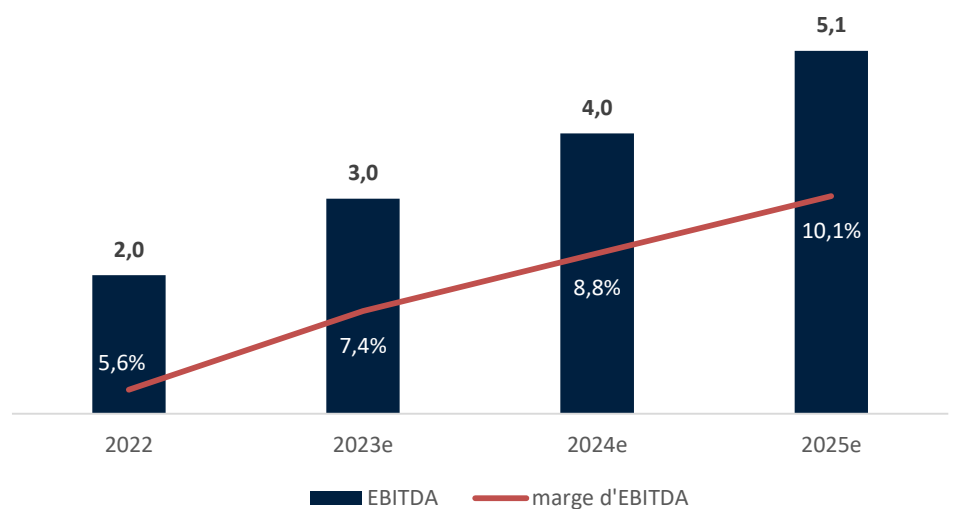


Source : Euroland Corporate

Afin d'accompagner son développement, DMS Group entend néanmoins renforcer ses capacités de production. Au cours des 3 prochains exercices, le Groupe devrait recruter une dizaine de collaborateurs dédiés à la production afin d'accompagner sa croissance. Les OPEX évolueront en lien avec la croissance de l'activité mais dans des proportions moindres (TCAM 2022-25e de +10,3%).

Ainsi, la rentabilité de l'entreprise devrait sensiblement s'améliorer sur la période. Nous tablons sur une marge opérationnelle normative de 10,1% à horizon 2025 grâce au levier opérationnel.

Evolution de l'EBITDA et de la Marge d'EBITDA entre 2022-25e



Source : Euroland Corporate

Une situation financière correcte

Compte tenu des perspectives de croissance du groupe, nous estimons que DMS Group devrait générer un cash flow opérationnel moyen de 1,7 M€/an dans les trois années à venir, ce qui lui permettrait de financer ses investissements. Nous tablons sur une baisse continue du gearing en fin d'année, à périmètre comparable (50% en décembre 2025 vs 60% en 2022). Au-delà des CAPEX, la société devra fournir des efforts en matière de gestion du BFR (postes clients, stocks, choix des fournisseurs), ce dernier étant le principal poste qui pourrait grever la génération de cash. A noter, le Groupe détient 10% d'autocontrôle et un compte courant de 2,0 M€ faveur Hybrigenics (détenue à 24,8%).

Structure financière prévisionnelle (2022-25e)

En M€	2022	2023e	2024e	2025e
Trésorerie	4,4	3,4	3,4	5,1
Endettement net	11,0	12,0	11,9	10,3
Capitaux propres	18,2	18,2	18,9	20,6
Gearing	60%	66%	63%	50%

Source : Euroland Corporate

Compte de résultat prévisionnel 2022-25e

En M€	2022	2023e	2024e	2025e
CA	35,3	41,0	45,2	50,7
<i>Croissance (%)</i>	-5%	16%	10%	12%
<i>dont Radiologie</i>	29,2	34,9	36,9	40,6
<i>dont Ostéodensitométrie</i>	6,0	6,2	6,8	7,6
<i>dont Nouveaux projets</i>	0,0	0,0	1,4	2,5
Marge Brute	12,3	14,6	16,3	18,5
Autres achats & charges externes	5,7	6,5	7,0	7,8
impôts et taxes	0,2	0,3	0,3	0,3
Charges de personnel	6,2	6,4	6,6	6,8
EBITDA	2,0	3,0	4,0	5,1
Marge d'Ebitda	6%	7%	9%	10%
DAP	1,7	1,7	1,9	2,0
Résultats opérationnel courant	-0,3	0,8	1,5	2,6
MOC (%)	-1%	2%	3%	5%
Résultat net consolidé	-9,0	0,0	0,8	1,7

Source : Euroland Corporate

Valorisation de DMS Group

Pour valoriser la société, nous avons retenu la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et celle des comparables boursiers.

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : nous retenons un TCAM de +12,6% entre 2022 et 2025 qui prend en compte la forte dynamique sur la radiologie, l'ostéodensitométrie et le lancement des nouvelles gammes.
- **Rentabilité opérationnelle** : Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 8,0% à partir de 2026.
- **Investissements** : la société devrait continuer à investir 2,5% de son CA sur la période en moyenne.
- **Besoin en fonds de roulement** : nous retenons un BFR à 60 jours du CA à terme.
- **Impôts** : compte tenu des 44,7 M€ de déficits reportables à la fin décembre 2021, nous estimons que DMS Group devrait bénéficier d'un taux d'imposition favorable pendant la période.
- **Actifs financiers** : nous valorisons la participation de DMS Group dans la société cotée Hybrigenics (24,8%) au prix de marché (16,5 M€ de capitalisation).
- **Intérêts minoritaires** : nous valorisons les minoritaires de DMS Group sur la base d'un multiple de p/e issus de notre échantillon de comparables.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 10,51% basé sur :**
 - un taux sans risque de 3,00% (OAT 10 ans au 23/05/2023) ;
 - une dette financière nette à fin 2022 de 11,0 M€ ;
 - une prime de risque de 4,50%
 - un bêta de 2,46
 - un taux de croissance à l'infini de 1,50%

Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Calcul du WACC	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,00%
Prime de risque	4,50%
Bêta endetté	2,46
Coût moyen pondéré du capital	10,51%
Taux de croissance à l'infini	1,50%

Source : EuroLand Corporate

Tableau des DCF

En M€	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Chiffre d'affaires	41,0	45,2	50,7	55,8	61,4	66,6	71,2	75,0	77,9	79,1
<i>variation (%)</i>	16,3%	10,1%	12,3%	10,0%	10,0%	8,5%	6,9%	5,4%	3,8%	1,5%
Résultat opérationnel courant	0,8	1,5	2,6	4,5	4,9	5,3	5,7	6,0	6,3	6,4
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	1,9%	3,4%	5,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
- Impôts	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
<i>Taux d'IS (%)</i>	-8,6%	-2,0%	-6,4%	-9,9%	-10,2%	-10,4%	-10,5%	-10,6%	-10,7%	-10,7%
+ DAP nettes	2,3	2,4	2,6	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0
Cash Flow opérationnel	3,0	4,0	5,0	5,4	6,0	6,5	6,9	7,3	7,5	7,6
- Variation du BFR	-0,9	-0,8	-1,0	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,6	-0,5	-0,2
- Investissements opérationnels	-2,1	-2,0	-1,3	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0
Free Cash flow	0,1	1,1	2,7	3,2	3,5	3,9	4,4	4,8	5,1	5,5
Free Cash flow actualisé	0,1	0,9	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0
Somme des FCF actualisés	17,9									
Valeur terminale actualisée	22,7									
Valeur d'entreprise	40,6									
Dette nette	11,0									
Actifs financiers	4,1									
Intérêts minoritaires	1,7									
Valeur des capitaux propres	32,0									
Valeur par action	2,00									

source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
C	9,51%	2,20	2,30	2,40	2,60	2,70
M	10,01%	2,10	2,10	2,20	2,30	2,50
P	10,51%	1,90	2,00	2,00	2,10	2,20
C	11,01%	1,70	1,80	1,90	2,00	2,00
	11,51%	1,60	1,70	1,70	1,80	1,90

source : Euroland Corporate

Notre valorisation de DMS Group par DCF ressort à 2,00 € par action avec un WACC de 10,51%.

Valorisation par les comparables boursiers

Nous avons sélectionné un échantillon de société concurrentes, évoluant dans l'univers de l'imagerie médicale



SIEMENS
Healthineers

Siemens Healthineers est un acteur important sur le marché mondial de l'imagerie médicale. La société fait partie du groupe Siemens et représente 29% des revenus du groupe. Présent dans plus de 70 pays Siemens Healthineers fournit des solutions de diagnostics et de services liées en matière d'imagerie médicale et de soin et emploie environ 70.000 employés en 2022. La société effectue beaucoup de recherche interne, allouant environ 1,5 milliards d'euros en R&D en 2021.



HOLOGIC®
The Science of Sure

Hologic est une société américaine spécialisée dans la santé mammaire en fournissant des solutions de diagnostics, d'imagerie médicale et de matériel chirurgical. Le groupe fournit, au titre de son activité d'imagerie médicale, des appareils d'échographie, de santé osseuse et de mammographie.



GE Healthcare

General Electric (GE) Healthcare le leader mondial de l'imagerie médicale. Membre du conglomérat américain General Electric, ce géant développe des solutions d'imagerie médicale, d'appareils à ultrason et de services liés. GE Healthcare pèse pour 24% du chiffre d'affaires total de GE en 2022 et compte environ 49.000 collaborateurs et est présent sur l'ensemble du marché mondial de l'imagerie médicale. Le groupe investit plus d'1 milliard de dollars en R&D chaque année, c'est un acteur très important en matière d'innovations.



Guerbet | 
Contrast for Life

Guerbet est un groupe français expert dans la recherche, le développement et la distribution de systèmes d'imagerie médicale. Le groupe commercialise également des produits de contrastes afin d'améliorer la qualité des images produites.

Consensus des analystes sur les comparables

AGREGATS FINANCIERS

Société	Capitalisation	Dette nette	VE	CA				EBITDA			
				2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e
Siemens Healthineers AG	60 709,0	12 477,9	73 186,9	21 714,0	21 767,8	23 247,4	24 750,5	4 406,0	4 168,4	4 858,4	5 521,6
Hologic, Inc.	18 604,2	-397,7	18 206,5	4 497,8	3 711,0	3 870,9	4 145,9	1 922,3	1 227,5	1 292,1	1 399,7
GE Healthcare Technologi	33 295,6	5 185,6	38 481,2	17 451,4	17 940,5	18 890,5	19 910,9	3 041,9	3 292,7	3 569,7	3 884,0
Guerbet SA	223,7	250,5	474,2	753,3	803,8	882,3	951,8	91,2	91,8	119,0	137,3
DMS Group	18,5	11,0	29,5	35,3	41,0	45,2	50,7	2,0	3,0	4,0	5,1

Société	Capitalisation	Dette nette	VE	EBIT				RN			
				2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e
Siemens Healthineers AG	60 709,0	12 477,9	73 186,9	3 063,0	3 036,9	3 776,6	4 395,6	2 037,0	1 897,7	2 504,8	2 968,9
Hologic, Inc.	18 604,2	-397,7	18 206,5	1 524,5	1 125,1	1 200,7	1 313,2	1 204,3	901,5	946,8	1 034,8
GE Healthcare Technologi	33 295,6	5 185,6	38 481,2	2 439,6	2 567,9	2 895,0	3 209,7	1 805,9	1 430,2	1 741,8	1 968,9
Guerbet SA	223,7	250,5	474,2	30,4	27,6	50,1	64,4	-41,1	17,0	33,2	43,8
DMS Group	18,5	11,0	29,5	-0,3	0,8	1,5	2,6	-6,9	0,0	0,7	1,5

Source : Factset au 06/03/2023

Nous appliquons la médiane des ratios de l'échantillon aux agrégats d'EBITDA de la société sur les exercices 2023e, 2024e et 2025e.

Multiples de valorisation

MULTIPLÉS DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Siemens Healthineers	60 709,0	3,4x	3,1x	3,0x	17,6x	15,1x	13,3x	24,1x	19,4x	16,7x	32,0x	24,2x	20,4x
Hologic, Inc.	18 604,2	4,9x	4,7x	4,4x	14,8x	14,1x	13,0x	16,2x	15,2x	13,9x	20,6x	19,7x	18,0x
GE Healthcare Techno	33 295,6	2,1x	2,0x	1,9x	11,7x	10,8x	9,9x	15,0x	13,3x	12,0x	23,3x	19,1x	16,9x
Guerbet SA	223,7	0,6x	0,5x	0,5x	5,2x	4,0x	3,5x	17,2x	9,5x	7,4x	13,2x	6,7x	5,1x
Moyenne		2,8x	2,6x	2,4x	12,3x	11,0x	9,9x	18,1x	14,3x	12,5x	22,3x	17,4x	15,1x
Mediane		2,8x	2,6x	2,4x	13,3x	12,4x	11,5x	16,7x	14,2x	12,9x	22,0x	19,4x	17,4x

Source : Factset au 06/03/2023

Nous obtenons une valorisation de 2,00€ par action avec la méthode des comparables boursiers (décote de taille de 25%).

Conclusion

Au global, notre valorisation (50% DCF et 50% comparables) ressort à 2,00€ par action. Etant donné le potentiel de hausse supérieur à 15%, notre recommandation est à l'Achat.

Compte de résultat (M€)	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	35,3	41,0	45,2	50,7
Excédent brut d'exploitation	2,0	3,0	4,0	5,1
Résultat opérationnel courant	-0,3	0,8	1,5	2,6
Résultat opérationnel	-5,9	0,8	1,5	2,6
Résultat financier	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5
Impôts	0,0	0,0	0,0	-0,1
Mise en équivalence	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Part des minoritaires	-2,1	0,0	0,1	0,2
Résultat net part du groupe	-6,9	0,0	0,7	1,5
Bilan (M€)	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	24,9	25,0	24,9	24,0
<i>dont goodwill</i>	1,0	1,0	1,0	1,0
BFR	5,6	6,5	7,3	8,3
Disponibilités + VMP	4,4	3,4	3,4	5,1
Capitaux propres	18,2	18,2	18,9	20,6
Emprunts et dettes financières	15,4	15,4	15,4	15,4
Total Bilan	53,9	56,8	59,7	64,1
Tableau de flux (M€)	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	-1,3	2,3	3,2	4,2
Variation de BFR	2,3	-0,9	-0,8	-1,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1,0	1,4	2,4	3,2
Investissements opérationnels nets	-1,9	-2,1	-2,0	-1,3
Investissements financiers nets	-1,2	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,1	-2,1	-2,0	-1,3
Augmentation de capital	5,9	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-2,8	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	3,1	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	0,3	-0,6	0,4	2,0
Ratios (%)	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	-4,6%	16,3%	10,1%	12,3%
Marge EBE	6%	7%	9%	10%
Marge opérationnelle courante	-1%	2%	3%	5%
Marge opérationnelle	-17%	2%	3%	5%
Marge nette	-20%	0%	1%	3%
Investissements opérationnels nets/CA	5%	5%	5%	3%
BFR/CA	16%	16%	16%	16%
ROCE	-1%	2%	3%	6%
ROCE hors GW	-1%	2%	4%	6%
ROE	-44%	0%	4%	8%
Payout	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	60%	66%	63%	50%
Dettes nette/EBE	5,6	3,9	3,0	2,0
EBE/charges financières	2,6	5,8	7,4	9,4
Valorisation	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	15,7	15,7	15,7	15,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	16,1	15,7	15,7	15,7
Cours (moyenne annuelle en euros)		1,2	1,2	1,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	18,0	18,0	18,0
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	11,0	12,0	11,9	10,3
(3) Valeur des minoritaires	2 507,0	2 504,5	2 592,8	2 786,7
(4) Valeur des actifs financiers	-1 748,0	-1 526,0	-1 304,0	-1 082,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	4 266,0	4 060,5	3 926,8	3 897,0
PER	ns	ns	27,8	12,7
VE / EBE	14,7	10,6	8,2	6,1
VE / ROC	ns	42,5	21,3	12,3
VE / CA	0,8	0,8	0,7	0,6
P/B	0,9	1,0	1,0	0,9
Données par action (€)	2022	2023	2024	2025
Bnpa	-0,08	0,00	0,04	0,09
Book value/action	1,2	1,2	1,2	1,3
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat: 31/05/2023

Accumuler: (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de DMS Group (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80