



DMS Group

Achat

Capitalisation	34,6	Ticker	ALDMS-FR	Medtech
Objectif de cours	2,00	Nb de titres (en millions)	26,65	
Cours au 19/01/2026	1,30 €	Volume moyen 12m (titres)	21 211	Flash valeur
Potentiel	54%	Extrêmes 12m (€)	0,71€/1,46€	20/01/2026

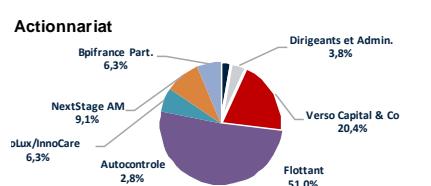
Une année 2025 portée par l'international

A retenir

- CA annuel de 50,0 M€, en croissance de +9% y/y
- Amérique du Nord (+71%) et Moyen Orient (+85%)
- OC réitéré à 2,0€

Données financières (en M€) au 31/12				
	2024	2025e	2026e	2027e
CA	46,1	50,0	57,5	62,0
var %	9,4%	8,5%	14,9%	7,8%
EBE	2,7	4,0	5,5	6,2
% CA	5,9%	8,1%	9,6%	10,0%
ROC	-0,2	1,3	2,5	3,1
% CA	-0,4%	2,5%	4,3%	5,0%
RNPg	-2,9	0,0	1,6	2,2
% CA	-6,2%	0,0%	2,8%	3,6%
Bnpa (€)	-0,13	0,02	0,05	0,08
ROCE (%)	-0,4%	2,7%	5,0%	6,1%
ROE (%)	-22,4%	0,1%	7,5%	9,5%
Gearing (%)	74,8%	22,5%	23,8%	16,3%
Dette nette ex IFRS 16	10,6	4,7	5,4	4,0
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)				

Ratios				
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,7	0,9	0,8	0,7
VE/EBE (x)	11,3	10,6	7,9	6,8
VE/ROC (x)	ns	33,7	17,4	13,4
PE (x)	ns	1910,8	21,8	15,5



Chiffre d'affaires annuel 2025

DMS Group a publié un chiffre d'affaires annuel 2025 de 50,0 M€, en progression de +9% y/y. Cette performance ressort légèrement inférieure à nos attentes (51,3 M€ estimations Euroland). Ce niveau constitue un record historique pour le Groupe et s'inscrit dans une trajectoire de croissance continue depuis 2022, avec un TCAM 2022-2025 de +11%. La dynamique s'est nettement accélérée au S2 2025, avec une croissance de +14%, contre +3% au S1, traduisant un redressement progressif de l'activité dans un environnement de marché pourtant attentiste en Europe.

Sur le seul T4 2025, le chiffre d'affaires ressort à 15,4 M€, en hausse de +17% y/y, confirmant l'amélioration séquentielle observée depuis le T3.

Des activités résilientes malgré un environnement européen attentiste

L'activité Radiologie affiche un chiffre d'affaires annuel de 39,1 M€, en croissance de +9% y/y (vs. 35,9 M€ en 2024). Cette performance est notable dans un contexte de repli conjoncturel du marché mondial de la radiologie. Elle s'explique principalement par 1) les premières livraisons du contrat ukrainien portant sur 120 unités mobiles « !M1 Adam », dont 5 lots sur 10 livrés à fin 2025, et 2) la montée en puissance des ventes OEM en Amérique du Nord et au Moyen-Orient

Au T4, la Radiologie progresse de +12%, traduisant une contribution significative des livraisons internationales en fin d'exercice. Retraité de l'effet ponctuel lié au contrat Ukrainien, nous estimons qu'à périmètre constant, l'activité ressort en léger repli sur le trimestre. Elle continue néanmoins de surperformer nettement le marché européen, caractérisé sur la période par une contraction marquée de la demande.

L'activité Ostéodensitométrie atteint 10,9 M€ sur l'exercice, soit une croissance de +8% y/y. Après avoir été pénalisée par des tensions d'approvisionnement sur certains composants électroniques jusqu'à l'automne, les ventes ont fortement rebondi au T4 2025, avec une croissance de +36%, traduisant un retour à un rythme de livraisons normalisé.

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Une dynamique à l'international confirmée

Sur le plan géographique, dans la continuité des tendances observées au T3, la croissance est principalement portée par l'Amérique du Nord (14% du CA 2025), dont le chiffre d'affaires atteint 6,9 M€ sur l'exercice, en forte progression de +71% y/y. Cette performance résulte de la montée en puissance des partenariats OEM avec Carestream, Fujifilm et Medlink, qui continuent de générer un effet de levier significatif sur les volumes livrés et la visibilité commerciale du Groupe.

Le Moyen-Orient (8% du CA 2025) demeure également une zone de forte dynamique, avec un chiffre d'affaires de 3,8 M€, en hausse de +85% y/y, soutenu notamment par le développement des ventes en partenariat et la bonne tenue des investissements hospitaliers sur la région.

L'international représente désormais plus de 80% du chiffre d'affaires, contre près de 75% l'année précédente

Perspectives & estimations

Dans un marché européen encore contraint, la visibilité offerte par ces relais internationaux conforte la capacité de DMS Group à surperformer son marché de référence, tout en s'inscrivant dans les objectifs de croissance définis par le plan stratégique *Imaging 2027*.

Pour l'exercice 2026, le Groupe entend poursuivre sa stratégie de développement à l'international, laquelle devrait rester le principal moteur de la croissance. Cette dynamique reposera notamment sur 1) la poursuite des livraisons du contrat ukrainien au premier semestre 2026, 2) le lancement des premières ventes du mobile de radiologie !M1 destinées à JPI Healthcare Solutions également attendues au cours du S1 2026, ainsi que sur 3) la mise en œuvre de l'accord-cadre au Danemark, conclu en partenariat avec Santax Medico, prévoyant la livraison de 20 à 30 unités sur une durée de quatre ans à compter de 2026.

Ces différents éléments nous amènent à réaffirmer notre anticipation de CA de 57,5 M€ sur l'exercice à venir, soit une croissance de +14,9%.

Pour l'exercice 2025, nous ajustons nos prévisions de résultats légèrement à la baisse. Nous anticipons désormais un EBE de 4,0 M€ (contre 4,3 M€ précédemment), correspondant à une marge de 8,1% (+220 bps vs 2024), ainsi qu'un ROC de 1,3 M€ (contre 1,5 M€). Le résultat net est attendu à l'équilibre, à 0,0 M€, contre 0,2 M€ dans nos estimations antérieures.

Recommandation

Suite à cette publication, nous maintenons notre recommandation à Achat avec un objectif de cours à 2,0€.



Présentation de la société

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.

Argumentaire d'investissement

Un pure player de l'imagerie. 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 **70,0 M€ de chiffre d'affaires** et une **marge d'EBITDA de 14%** à horizon **2027** uniquement par croissance organique. 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 finalisé son désengagement de son activité DMS Biotech (participation dans Hybrigenics).

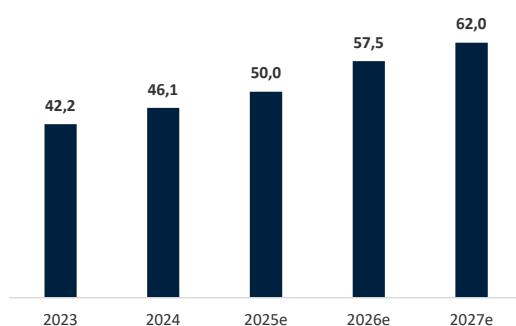
Des partenariats de premier plan. DMS Group a développé un savoir-faire reconnu, lui permettant de s'imposer sur le marché de l'imagerie médicale. En effet, fort de la qualité technologique de ses solutions innovantes et de sa flexibilité, DMS Group a signé de multiples partenariats commerciaux et industriels avec des grands noms de l'industrie (Canon, Fujifilm, Carestream).

Un Groupe international innovant. Fort de ses partenariats, le Groupe est largement présent à l'international. Pour cela, le Groupe peut s'appuyer sur son nouvel outil de production de près des 6 000 m² basé à Gallargues-le-Montueux, employant 129 collaborateurs et permettant au Groupe de produire jusqu'à 450 tables de radiologie par an. Le Groupe déploie également une politique d'innovation ambitieuse. 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.

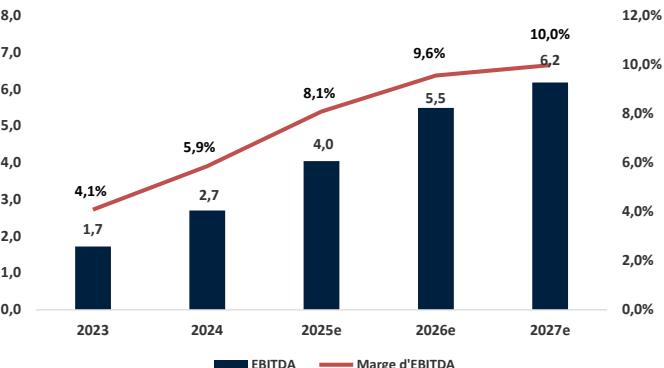
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	2025e	VE / CA		VE / EBITDA		VE / EBIT		P/E	
			2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Siemens Healthineers	50 365,2	2,7x	2,6x	2,4x	13,2x	12,6x	11,3x	16,1x	16,2x	14,3x
Guerbet SA	177,7	0,7x	0,7x	0,7x	6,1x	5,9x	5,2x	22,7x	19,7x	ns
Hologic, Inc.	14 424,7	4,1x	4,0x	3,8x	12,6x	12,2x	11,4x	13,7x	13,1x	12,2x
GE Healthcare Technc	32 116,3	2,1x	2,0x	1,9x	11,6x	10,7x	10,0x	13,5x	12,5x	17,1x
Arcoma	10,3	0,6x	0,6x	0,5x	5,0x	4,0x	3,6x	9,9x	6,6x	17,7x
Moyenne		2,0x	2,0x	1,9x	9,7x	9,1x	8,3x	15,2x	13,6x	11,7x
Mediane		2,1x	2,0x	1,9x	11,6x	10,7x	10,0x	13,7x	13,1x	12,2x

Evolution du CA (en M€) 2023-2027e



Evolution de l'EBITDA (en M€) 2023-2027e



Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	35,3	42,2	46,1	50,0	57,5	62,0
Excédent brut d'exploitation	2,0	1,7	2,7	4,0	5,5	6,2
Résultat opérationnel courant	-0,3	-1,0	-0,2	1,3	2,5	3,1
Résultat opérationnel	-5,9	-2,3	-0,3	0,7	2,5	3,1
Résultat financier	-0,8	-7,6	-2,3	-0,8	-0,7	-0,6
Impôts	0,0	0,0	0,2	0,1	0,3	0,3
Mise en équivalence	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-2,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-6,9	-4,9	-2,9	0,0	1,6	2,2
Bilan (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	24,9	19,5	23,6	23,8	23,8	23,6
dont <i>goodwill</i>	1,0	4,7	8,0	8,0	8,0	8,0
BFR	5,6	12,2	10,0	11,0	13,2	14,2
Disponibilités + VMP	4,4	4,8	5,3	9,0	6,9	7,2
Capitaux propres	18,2	13,7	14,2	21,1	22,6	24,8
Emprunts et dettes financières ex IFRS 16	15,4	15,5	15,9	13,8	12,3	11,3
Total Bilan	53,9	51,1	53,9	59,9	61,8	64,3
Tableau de flux (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge Brute d'autofinancement	-1,3	-0,5	1,5	2,4	4,2	4,9
Variation de BFR	2,3	-1,2	2,1	-1,0	-2,2	-1,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1,0	-1,6	3,6	1,4	2,0	3,8
Investissements opérationnels nets	-1,9	-2,6	-3,5	-2,5	-2,6	-2,5
Investissements financiers nets	-1,2	1,1	0,6	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,1	-1,5	-2,9	-2,5	-2,6	-2,5
Augmentation de capital	5,9	0,0	0,0	6,9	0,0	0,0
Variation emprunts	-2,8	3,4	0,5	-2,1	-1,5	-1,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	3,1	3,5	-0,1	4,8	-1,5	-1,0
Variation de trésorerie	0,3	0,4	0,6	3,7	-2,1	0,3
Ratios (%)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	-5%	20%	9%	8%	15%	8%
Marge EBE	6%	4%	6%	8%	10%	10%
Marge opérationnelle courante	-1%	-2%	0%	3%	4%	5%
Marge opérationnelle	-17%	-5%	-1%	1%	4%	5%
Marge nette	-20%	-12%	-6%	0%	3%	4%
Investissements opérationnels nets/CA	5%	6%	8%	5%	5%	4%
BFR/CA	16%	29%	22%	22%	23%	23%
ROCE	-1%	-2%	0%	3%	5%	6%
ROCE hors GW	-1%	-3%	-1%	3%	6%	8%
ROE	-44%	-40%	-22%	0%	7%	10%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	60%	78%	75%	23%	24%	16%
Dette nette/EBE	5,6	6,2	3,9	1,2	1,0	0,7
EBE/charges financières	2,6	2,7	1,6	5,1	8,3	10,5
Valorisation	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	16,1	17,6	18,1	26,7	26,7	26,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	16,1	16,9	17,9	22,4	26,7	26,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,0	1,1	0,9	1,3	1,3	1,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	16,3	18,7	16,4	29,1	34,6	34,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	11,0	10,7	10,6	4,7	5,4	4,0
(3) Valeur des minoritaires	2,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2
(4) Valeur des actifs financiers	1,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	28,0	30,2	27,9	34,8	40,9	39,5
PER	ns	ns	ns	1910,8	21,8	15,5
VE / EBE	14,7	18,6	11,3	10,6	7,9	6,8
VE / ROC	ns	ns	ns	33,7	17,4	13,4
VE / CA	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,7
P/B	0,9	1,4	1,2	1,6	1,5	1,4
Données par action (€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1
Book value/action	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



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 : Depuis le 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	Détenzione d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	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 évènements 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 Habiliteres »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habiliteres et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habiliter. Toute personne autre qu'une Personne Habiliter 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

