

Capitalisation	29,8	Ticker	ALDMS-FR	Medtech
Objectif de cours	1,8€ (vs 2,0€)	Nb de titres (en millions)	26,65	
Cours au 21/07/2026	1,12 €	Volume moyen 12m (titres)	18 046	Flash valeur
Potentiel	61%	Extrêmes 12m (€)	1,08€/1,49€	22/07/2026

Objectif annuel désormais particulièrement exigeant

A retenir

- CA S1 de 22,1 M€, en baisse de -6%
- Contexte international instable sur le premier semestre
- Estimations revues à la baisse

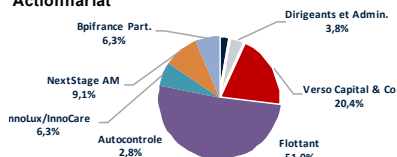
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	50,0	51,0	55,4	59,4
var %	8,3%	2,1%	8,6%	7,2%
EBE	4,6	5,0	5,7	6,5
% CA	9,1%	9,7%	10,2%	11,0%
ROC	1,9	2,7	3,3	4,0
% CA	3,8%	5,2%	5,9%	6,7%
RNpg	-0,2	0,9	1,9	2,6
% CA	-0,3%	1,7%	3,4%	4,4%
Bnpa (€)	0,02	0,05	0,06	0,09
ROCE (%)	3,7%	5,0%	6,1%	7,2%
ROE (%)	-0,9%	4,3%	8,6%	10,6%
Gearing (%)	37,5%	39,9%	32,5%	23,2%
Dette nette ex IFRS 16	7,8	8,6	7,6	6,0
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)				

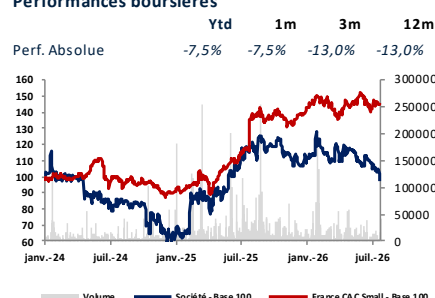
Ratios

	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,8	0,8	0,7	0,7
VE/EBE (x)	9,1	8,4	7,2	6,0
VE/ROC (x)	22,2	15,6	12,4	9,8
PE (x)	ns	34,4	15,9	11,5

Actionnariat



Performances boursières



Publication du CA T2 2026

DMS Group a publié un chiffre d'affaires de 12,2 M€ au T2 2026, en recul de -3,9% sur un an, contre 12,7 M€ au T2 2025. Cette performance ressort inférieure à notre attente, alors que le management anticipait précédemment un retour à la croissance dès le deuxième trimestre. Après un T1 déjà en baisse de -8%, le chiffre d'affaires du premier semestre s'établit ainsi à 22,1 M€, en contraction de -5,9% par rapport aux 23,6 M€ réalisés au S1 2025.

Malgré ce début d'exercice en retrait, le management réitère son objectif qualitatif de réaliser une nouvelle année de croissance en 2026. L'atteinte de cet objectif reste toutefois dépendante d'un redressement sensible de la demande internationale au second semestre, notamment auprès des partenaires OEM.

Activité de radiologie :

La division Radiologie, qui représente désormais environ 78% du chiffre d'affaires semestriel, a généré 17,2 M€ au S1, soit un recul de -9,0%. Après une baisse de -5,8% au T1, la contraction s'est accentuée au T2, avec un chiffre d'affaires de 9,1 M€, en baisse de -11,7% sur un an.

Cette évolution s'explique principalement par le ralentissement des ventes en marque blanche réalisées dans le cadre des accords OEM avec Canon Medical Systems, Fujifilm Healthcare et Carestream Health. Ces partenariats, qui représentent 38% au S1, représentaient encore 50% de l'activité au T1 2026, contre 68% un an auparavant.

Concernant le contrat ukrainien de 11 M€ portant sur dix lots, trois lots ont été livrés au cours du premier semestre, sur les cinq restant à expédier au début de l'exercice. Le nombre cumulé de lots livrés ressort ainsi à huit sur dix. Sur une base linéaire, ces huit lots correspondent à environ 8,8 M€ de valeur contractuelle cumulée ; les deux derniers lots, représentant environ 2,2 M€, devraient être livrés au second semestre.



Activité d'Ostéodensitométrie :

L'activité Ostéodensitométrie a enregistré une croissance de +6,4% au premier semestre, avec un chiffre d'affaires de 5,0 M€, contre 4,7 M€ un an auparavant. Après un T1 en recul de -20%, la division a fortement rebondi au T2, avec un chiffre d'affaires de 3,1 M€, soit une progression de près de +32% sur un an.

Cette performance confirme le redressement attendu de l'activité après un premier trimestre peu représentatif en termes de volumes. La certification européenne MDR de la gamme STRATOS, obtenue en avril, constitue également un facteur de soutien à la dynamique commerciale de la division.

Une activité internationale toujours pénalisée par les marchés historiques

Sur le plan géographique, la zone Amériques est ressortie globalement stable au premier semestre. Le recul de -15% en Amérique du Nord, principalement lié au ralentissement des accords OEM, a été compensé par une commande significative en Amérique du Sud.

L'Europe a enregistré une baisse de -22%, concentrée notamment sur le marché italien, tandis que le Moyen-Orient a reculé de -57%, dans un environnement toujours affecté par les tensions géopolitiques et la faiblesse des ventes en marque blanche.

Perspectives et estimations

DMS Group a réalisé un chiffre d'affaires de 50,0 M€ en 2025, dont 23,6 M€ au premier semestre et 26,4 M€ au second semestre. Pour afficher une croissance, même limitée, sur l'ensemble de 2026, le groupe devra donc générer environ 27,9 M€ de CA au S2, soit une progression proche de +6% sur un an. Cet objectif apparaît d'autant plus exigeant que le S2 2025 avait bénéficié de la comptabilisation d'environ cinq lots du contrat ukrainien, soit près de 5,5 M€, contre seulement deux lots restant théoriquement à livrer au S2 2026, pour environ 2,2 M€.

Compte tenu 1/ de la contraction enregistrée au S1, 2/ de la base de comparaison défavorable liée au contrat ukrainien et 3/ de la visibilité limitée sur la reprise des commandes OEM, nous abaissons notre estimation de CA 2026 à 51,0 M€, contre 55,5 M€ précédemment. Cette nouvelle prévision implique un CA de 28,8 M€ au S2, en progression de +9,1% sur un an, et une légère progression annuelle de 2,0%. Cette performance suppose néanmoins un net rebond des ventes OEM, une reprise en Amérique du Nord et une contribution commerciale rapide du mobile ONYX.

Nous révisons parallèlement notre estimation d'EBITDA à 5,0 M€, contre 5,7 M€ précédemment. La marge d'EBITDA devrait ainsi ressortir à 9,7%, contre 10,3% dans notre précédente estimation et 9,1% en 2025. Cette hypothèse repose sur une progression de la marge brute, soutenue par la mise en œuvre de mesures d'optimisation des coûts au cours du S2.

Recommandation

Suite à ce communiqué et à la révision de nos estimations, nous maintenons notre recommandation à Achat et abaissons notre objectif de cours à 1,8€ (vs 2,0€ précédemment).



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).

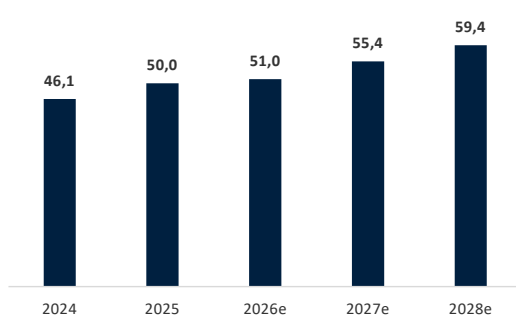
Des partenariats de premier plan. DMS Group a développé un savoir-faire reconnu, lui permettant de s'imposer sur le marché de l'imagerie médicale. En effet, fort de la qualité technologique de ses solutions innovantes et de sa flexibilité, DMS Group a signé de multiples partenariats commerciaux et industriels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

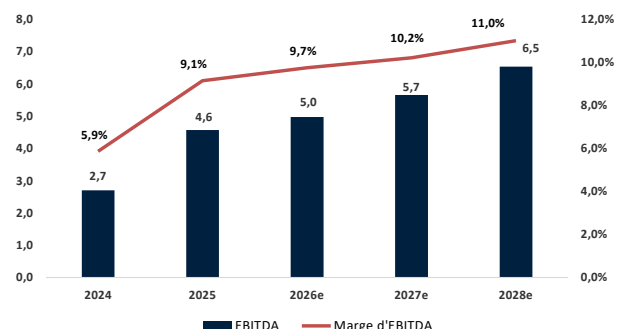
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	Dettes nettes	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
Siemens Healthineers AG	38 927,3	11 076,9	50 004,2	2,1x	2,0x	1,9x	11,0x	9,9x	8,9x	13,9x	12,5x	11,1x	17,4x	15,4x	13,4x
Guerbet SA	111,6	293,5	405,2	0,5x	0,5x	0,5x	4,7x	3,4x	3,5x	18,2x	7,6x	8,3x	ns	4,5x	5,0x
Hologic, Inc.															
GE Healthcare Technologies Inc.	24 827,5	5 296,8	30 124,3	1,6x	1,5x	1,4x	8,8x	8,2x	7,5x	10,2x	9,5x	8,8x	13,9x	11,9x	10,8x
Moyenne	21 288,8	5 555,7	26 844,5	1,4x	1,3x	1,3x	8,2x	7,2x	6,6x	14,1x	9,9x	9,4x	15,7x	10,6x	9,7x
Médiane	21 516,9	5 296,8	30 124,3	1,6x	1,5x	1,4x	8,8x	8,2x	7,5x	13,9x	9,5x	8,8x	15,7x	11,9x	10,8x

Evolution du CA (en M€) 2024-2028e



Evolution de l'EBITDA (en M€) 2024-2028e



Compte de résultat (M€)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	42,2	46,1	50,0	51,0	55,4	59,4
Excédent brut d'exploitation	1,7	2,7	4,6	5,0	5,7	6,5
Résultat opérationnel courant	-1,0	-0,2	1,9	2,7	3,3	4,0
Résultat opérationnel	-2,3	-0,3	1,2	2,2	3,3	4,0
Résultat financier	-7,6	-2,3	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9
Impôts	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-4,9	-2,9	-0,2	0,9	1,9	2,6
Bilan (M€)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	19,5	23,6	24,6	24,5	24,4	24,2
dont goodwill	4,7	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
BFR	12,2	10,0	12,6	14,3	15,3	16,5
Disponibilités + VMP	4,8	5,3	7,1	8,9	8,8	9,3
Capitaux propres	13,7	14,2	20,7	21,5	23,4	26,0
Emprunts et dettes financières ex IFRS 16	15,5	15,9	14,9	17,4	16,4	15,4
Total Bilan	51,1	53,9	62,5	64,3	66,0	68,7
Tableau de flux (M€)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge Brute d'autofinancement	-0,5	-0,4	3,6	3,2	4,3	5,1
Variation de BFR	-1,2	4,0	-3,1	-1,7	-1,1	-1,2
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-1,6	3,6	0,5	1,5	3,2	4,0
Investissements opérationnels nets	-2,6	-3,5	-2,9	-2,3	-2,2	-2,4
Investissements financiers nets	1,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-1,5	-2,9	-2,9	-2,3	-2,2	-2,4
Augmentation de capital	0,0	0,0	6,5	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	3,4	0,5	-1,6	2,6	-1,0	-1,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	3,5	-0,1	4,2	2,6	-1,0	-1,0
Variation de trésorerie	0,4	0,6	1,8	1,7	-0,1	0,5
Ratios (%)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	20%	9%	8%	2%	9%	7%
Marge EBE	4%	6%	9%	10%	10%	11%
Marge opérationnelle courante	-2%	0%	4%	5%	6%	7%
Marge opérationnelle	-5%	-1%	2%	4%	6%	7%
Marge nette	-12%	-6%	0%	2%	3%	4%
Investissements opérationnels nets/CA	6%	8%	6%	5%	4%	4%
BFR/CA	29%	22%	25%	28%	28%	28%
ROCE	-2%	0%	4%	5%	6%	7%
ROCE hors GW	-3%	-1%	5%	6%	8%	9%
ROE	-40%	-22%	-1%	4%	9%	11%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	78%	75%	38%	40%	33%	23%
Dettes nettes/EBE	6,2	3,9	1,7	1,7	1,3	0,9
EBE/charges financières	2,7	1,6	4,3	5,0	5,6	7,0
Valorisation	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	17,6	18,1	26,7	26,7	26,7	26,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	16,9	17,9	22,4	26,7	26,7	26,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,1	0,9	1,2	1,1	1,1	1,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	18,7	16,4	26,0	29,8	29,8	29,8
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	10,7	10,6	7,8	8,6	7,6	6,0
(3) Valeur des minoritaires	1,3	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5
(4) Valeur des actifs financiers	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	30,2	27,9	34,7	39,5	38,5	36,9
PER	ns	ns	ns	34,4	15,9	11,5
VE / EBE	18,6	11,3	9,1	8,4	7,2	6,0
VE / ROC	ns	ns	22,2	15,6	12,4	9,8
VE / CA	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7
P/B	1,4	1,2	1,5	1,4	1,3	1,1
Données par action (€)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Bnpa	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Book value/action	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0
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	Détention 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 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

