

Visiomed Group

Medtech

Un nouveau groupe en hyper croissance

Fondé en 2007, Visiomed est un acteur du secteur de la santé développant des technologies et des services innovants. Les solutions proposées par Visiomed créent de nouvelles perspectives à l'offre de soins proposée aux individus. Que ce soit historiquement par des solutions pionnières en termes de téléconsultation ou de solutions présentant des avancées technologiques innovantes, Visiomed apporte de la valeur via ses offres de services et produits.

Afin de retrouver le chemin de la croissance rentable, le Groupe s'est progressivement séparé de l'ensemble de ses activités non-rentables telles que les tests COVID, l'activité vétérinaire, la dermo-cosmétique où encore la santé familiale. Aujourd'hui, le groupe est organisé autour de sa filiale Smart Salem basée à Dubaï aux Emirats-Arabs-Unis. Acquis en 2021, la société regroupe des centres médicaux de diagnostic spécialisés dans les tests de *Medical Fitness*. Le Groupe a également conservé une participation de 49,8% dans Bewellthy, une joint-venture née du rapprochement entre sa filiale BewellConnect et Whealhy Care Solutions.

Un marché structurellement porteur

Avec une population composée à 90% d'expatriés, le marché du *Medical Fitness* (test médical obligatoire pour l'obtention d'un visa de travail et de résidence) à Dubaï est conséquent. En 2022, ce sont pas moins de 2,5 millions de tests qui ont été réalisés sur une population totale estimée à 3,6 millions d'individus. Cette dynamique devrait se poursuivre au cours des prochaines années avec le boom démographique entraîné par l'arrivée massive de nouveaux résidents. En effet, selon le gouvernement, la population totale de Dubaï devrait atteindre 5,8 millions d'habitants en 2040, soit une hausse de 55% par rapport à 2022.

Une stratégie de différenciation

Offre véritablement disruptive, Smart Salem, capable de dépister près de 35 maladies en 30 minutes chez un patient, permet l'obtention d'un visa de résidence en l'espace de 60 minutes, grâce à une digitalisation totale du parcours patient, là où le processus des centres d'exams historiques peut prendre 5 à 10 jours ouvrés. Fort de son positionnement premium et de son offre innovante, Visiomed estime que Smart Salem a créé en 2022 près de 90% de la croissance du segment premium, faisant du Groupe un véritable « Market Maker ».

Perspectives

Compte tenu d'un marché structurellement porteur, d'une réelle capacité d'innovation et d'un business model éprouvé, Visiomed Group nous paraît très bien positionné pour allier croissance et rentabilité dans les années à venir. A l'horizon 2026, nous estimons que le Groupe devrait totaliser un chiffre d'affaires de 30,9 M€ pour une marge opérationnelle courante de 45,6% sur ses activités existantes.

Valorisation

Nous aboutissons à une valorisation fully diluted de 0,80€/action, obtenue par DCF et méthode des comparables. Nous sommes confiants sur le positionnement de Visiomed Group ainsi que sur ses perspectives à court, moyen et long terme. Compte tenu des perspectives de croissance et de génération de cash, nous considérons le cours actuel comme un bon point d'entrée. Nous sommes à l'Achat sur le titre.

Achat

Objectif de cours

0,80 €

Cours au 07/06/2023

0,47 €

Potentiel

71%

Données valeur

ALVMG.PA / ALVMG:EN

Euronext Growth

Capitalisation (M€)

138,1

Nb de titres (en millions)

294,4

Volume moyen 12 mois (titres)

2575

Extrêmes 12 mois

0,16 €

0,57 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	15,1%	9,3%	29,4%	169,5%
Perf CAC Small	1,7%	-0,1%	-5,8%	-8,7%

Données financières (en M€)

au 31/08	2022	2023e	2024e	2025e
CA	14,4	15,2	23,9	30,9
var %	101%	5%	57%	29%
EBE	-1,5	4,5	11,5	17,1
% CA	-10,3%	29,5%	48,3%	55,4%
ROC	-4,4	1,5	8,5	14,1
% CA	-30,2%	9,6%	35,6%	45,6%
RNpg	-5,3	1,1	8,2	14,0
% CA	-36,5%	7,4%	34,2%	45,3%
Bnpa (€)	-0,56	0,00	0,02	0,04
ROCE (%)	-11%	5%	32%	56%
ROE (%)	-22%	4%	24%	29%
Gearing (%)	13%	7%	-25%	-51%
Dette nette	3,3	1,7	-8,5	-24,2
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

Ratios

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,5x	9,2x	5,4x	3,7x
VE/EBE (x)	ns	31,1x	11,2x	6,6x
VE/ROC (x)	ns	96,0x	15,2x	8,0x
PE (x)	ns	122,8x	16,9x	9,9x

Actionnariat fully diluted

Perpetua Capital
40,0%Flottant
60,0%

Avec la participation d'Esteban Lavenir



Analyste

Sid BACHIR

sbachir@elcorp.com



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

Préambule

Fondé en 2007, Visiomed est un acteur du secteur de la santé développant des technologies et des services innovants. Les solutions proposées par Visiomed créent de nouvelles perspectives à l'offre de soins proposée aux individus. Le Groupe est aujourd'hui organisé autour de Smart Salem, le premier réseau de centres d'analyse médicale digitalisé accrédité par le Ministère de la Santé de Dubaï (DHA) aux Émirats Arabes Unis.

L'offre Smart Salem s'appuie sur un savoir-faire en analyse médicale, radiologie et en analyse et traitement de données pour dépister près de 35 maladies en 7 minutes chez un patient (notamment VIH, hépatites et tuberculose) en offrant fiabilité des résultats, lisibilité et expérience patient exceptionnelle permises par des technologies avancées d'intelligence artificielle et de réalité virtuelle.

Pourquoi investir dans Visiomed

Forte croissance



TCAM 2022/2025e
+46,1%

Un nouveau profil de rentabilité



MOC de 45,6% en
2025e

Une offre disruptive



Visa en 60 minutes

Génération de cash importante



Conversion de
près de 85% de
l'EBITDA en cash

Positionnement géographique



privilegié au
Moyen-Orient

Un potentiel d'upside important



+70% de potentiel
d'upside du cours

Sommaire

SWOT	4
PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ	6
HISTORIQUE DE LA SOCIÉTÉ	6
UNE NOUVELLE ÉQUIPE POUR UNE NOUVELLE HISTOIRE	8
UN ACTIONNAIRE DE RÉFÉRENCE	9
UN LEADER DU <i>MEDICAL FITNESS</i> AUX EAU	10
UNE OFFRE DISRUPTIVE	13
UN MAILLAGE OPTIMAL	14
DES PARTENARIATS POUR DOPER LA CROISSANCE	15
UN BUSINESS MODEL FORTEMENT MARGÉ	16
UN MARCHÉ STRUCTURELLEMENT PORTEUR	17
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	22
LE <i>MEDICAL FITNESS</i> ATTENDU EN FORTE CROISSANCE	22
ET APRÈS ?	24
UN FORT LEVIER OPÉRATIONNEL	26
UNE FORTE GÉNÉRATION DE CASH	29
VALORISATION DE VISIOMED GROUP	28
VALORISATION PAR LES DCF	28
VALORISATION PAR COMPARABLES BOURSIERS	30

SWOT

Forces

- Forte rentabilité du business model
- Positionnement géographique privilégié au Moyen-Orient
- Génération de cash (conversion de près de 85% de l'EBITDA en cash)
- Offre disruptive alliant les technologies les plus avancées à l'intelligence artificielle
- Maillage optimal de la ville de Dubaï
- Positionnement premium
- Expérience patient supérieure, rapide et agréable

Faiblesses

- Structure de coûts fixes importante (business model de centre médical)
- Potentiel de dilution du capital de 22% via 63 millions de BSA en circulation

Opportunités

- Expansion géographique
- Diversification de la gamme de services
- Revalorisation des partenariats public-privé
- Accroissement démographique soutenu dans la région du Moyen-Orient
- Amélioration de la qualité de vie dans les pays du Golfe et accroissement des dépenses de santé

Menaces

- Activité soumise à la détention d'une licence
- Arrivée de nouveaux acteurs sur le segment de Smart Salem

Présentation de la société

Fondé en 2007, Visiomed Group est un acteur du secteur de la santé développant des technologies et des services innovants. Les solutions proposées par Visiomed Group créent de nouvelles perspectives à l'offre de soins proposée aux individus. Que ce soit par des solutions pionnières en termes de téléconsultation ou de solutions présentant des avancées technologiques innovantes, Visiomed apporte de la valeur qui est reconnue à travers son portefeuille de services.

Afin de retrouver le chemin de la croissance rentable, le Groupe s'est progressivement séparé de l'ensemble de ses activités non-rentables telles que les tests Covid, l'activité vétérinaire, la dermo-cosmétique où encore la santé familiale. Aujourd'hui, le groupe est organisé autour de sa filiale **Smart Salem** basée à Dubaï aux Emirats-Arabes-Unis. Acquisée en 2021, la société regroupe des centres médicaux de diagnostic spécialisés dans les tests de *Medical Fitness*. Le groupe a également conservé une participation de 49,8% dans Bewellthy, une joint-venture née du partenariat entre sa filiale BewellConnect et Whealthy Care Solutions.

Historique de développement

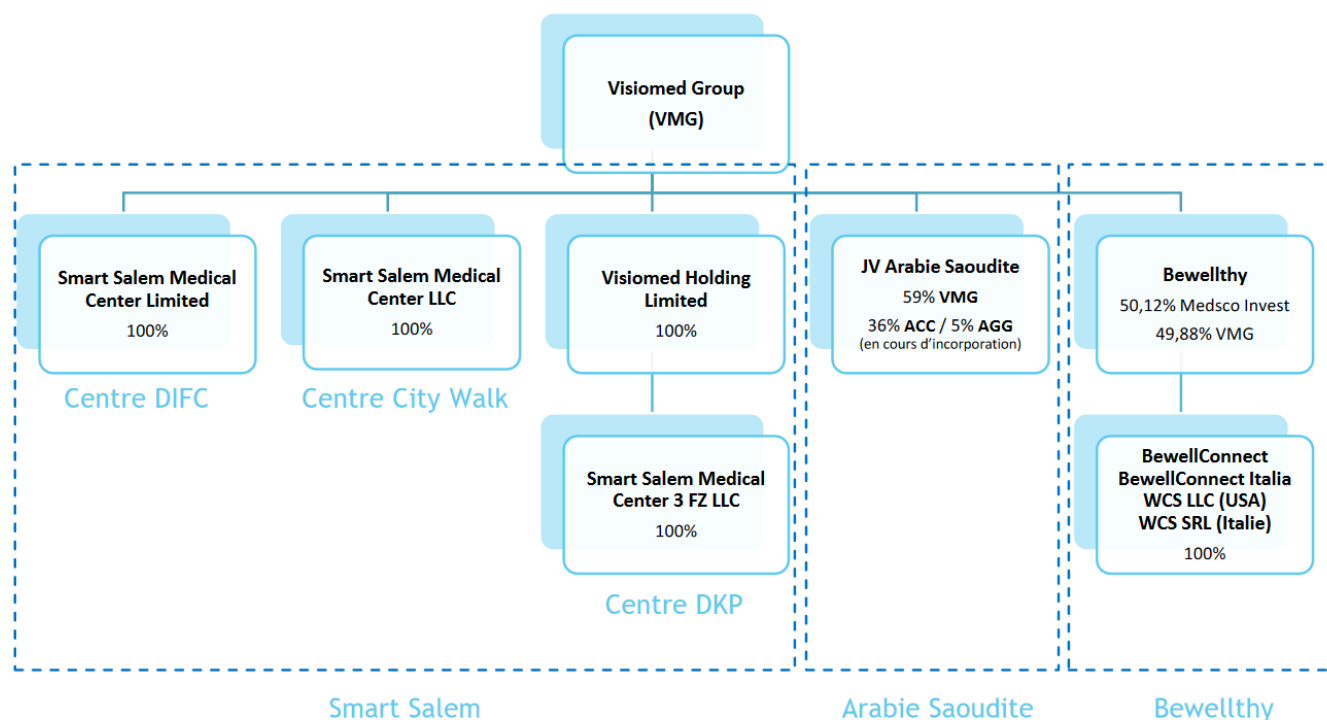
- **2007**
 - Création de Visiomed, suivi du lancement du premier thermomètre électronique médical sans contact à infrarouge
- **2011**
 - Introduction sur Euronext Growth Paris
- **2014**
 - Création de la solution BewellConnect, un pionnier dans l'offre de solutions de téléconsultation et de solutions médicales connectées
- **2018**
 - Lancement de la solution Visiocheck par le service BewellConnect. Cette solution est la première station de téléconsultation portable
- **2020**
 - Cession des activités en dermocosmétique et en santé familiale
- **2021**
 - Contrat de financement Park Capital (devenu Perpetua Capital)
 - Acquisition de Smart Salem, le premier centre d'analyse médicale digitalisé accrédité par le Ministère de la Santé de Dubaï aux Emirats Arabes Unis (EAU)
- **2022**
 - Entrée au capital de Perpetua Capital. Nomination d'un nouveau conseil d'administration et d'une nouvelle direction générale
 - Ouverture du second centre d'analyse médical Smart Salem au Dubaï International Financial Center.
- **2023**
 - Création de la joint-venture nommée Bewellthy, issue du rapprochement entre BewellConnect et Whealthy Care Solutions. Visiomed détient 49,8% de Bewellthy à l'issue de l'opération, effective le 10 janvier 2023. Aujourd'hui, Bewellthy n'est plus contrôlée par Visiomed
 - Joint-venture avec Abrar et Al-Ghazzawi Group pour l'implantation du Groupe en Arabie Saoudite
 - Ouverture du troisième centre au Dubaï Knowledge Park

Proposant d'une part, un service de diagnostic avec ses centres Smart Salem et d'autre part, des solutions médicales connectées et de téléconsultation au travers de sa participation dans Bewellthy, Visiomed Group se positionne en tant qu'acteur disruptif de la santé en développant des technologies avancées facilitant et améliorant l'offre de soins proposée aux patients.

Introduite en bourse en 2007 et cotée depuis juillet 2011 sur Euronext Growth, Visiomed Group s'est développée de manière organique et externe enregistrant une croissance de 101 % en 2022. Cette croissance est le résultat d'une stratégie basée sur **un business model solide**, un fort degré d'**innovation** et une **offre disruptive**.

Pour asseoir sa croissance et son développement, Visiomed Group a présenté en 2022 son plan stratégique détaillant ses objectifs de développement pour ses activités Smart Salem et BewellConnect. Ce plan, soutenu par une nouvelle équipe de management et un nouveau conseil d'administration donne les moyens de ses ambitions à Visiomed Group et prévoit notamment la montée en puissance des centres Smart Salem, la diversification de son offre ainsi que l'expansion géographique avec l'objectif de dupliquer rapidement son modèle en Arabie Saoudite.

Organigramme juridique



Source : Société

Un actionnaire de référence

En février 2021, Perpetua Capital (ex Park Capital) est devenu le partenaire financier de Visiomed Group et a permis à la société de lever des fonds via un contrat d'OCABSA. Ces fonds ont notamment permis de financer l'acquisition de Smart Salem, le 1er centre médical digitalisé et accrédité par le Ministère de la Santé de Dubaï (DHA) ainsi que par la Direction Générale de la Résidence et des Affaires Etrangères (GDRFA) aux Émirats Arabes Unis. Avec une détention de près de 40% sur une base pleinement diluée, Perpetua Capital est aujourd'hui l'actionnaire de référence de Visiomed Group. Le contrat de financement en OCABSA a été arrêté dès mai 2022.

A la date de publication de ce rapport, Visiomed Group compte un total de 63 millions de BSA essentiellement détenus par Perpetua Capital. La conversion de ces BSA pourrait entraîner une dilution de 22% et une levée de fonds de 17M€. Compte tenu du nombre important de BSA en circulation, leur conversion pourrait peser sur le cours.

Pour rappel, Visiomed Group a lancé en avril 2023 un programme de rachat d'actions mis en place jusqu'au 19 octobre 2023. Avec un prix d'achat maximum de 1,50€ par action, ce programme porte sur 10% du capital.

Evolution du cours de bourse sur 1 an et volume associé



Source : Société

Une nouvelle équipe pour une nouvelle histoire

Dans le cadre de son objectif d'amélioration de la valeur de Visiomed Group, l'actionnaire de référence Perpetua Investment Group a proposé la nomination de 4 nouveaux administrateurs au conseil d'administration de Visiomed Group. Aujourd'hui, le Groupe s'articule aujourd'hui autour d'un tandem composé de Guillaume Bremond (président de Visiomed Group et CIO de Perpetua Investment Group) et Thomas Picquette (Directeur Général de Visiomed Group).

Guillaume Bremond – Président



- Rejoint Perpetua Investment Group en 2020 en tant que Managing Director de la division Equity puis promu Chief Investment Officer en 2022.
- Expérience de plus de 12 ans en fonds d'investissement et M&A (UBS, Deutsche Bank notamment) à Londres puis sur la région MENA.

Thomas Picquette – Directeur Général



- Rejoint Visiomed Group en 2022.
- Également Directeur Général de BewellConnect de 2022 à 2023.
- Plus de 12 ans d'expérience en fonds d'investissement et en M&A (Clearwater International France, Naxicap Partners).

Le conseil d'administration est complété par 2 administrateurs indépendants, Sébastien Boucraut et Anne Gagnard forts tous deux d'une expérience dans les marchés financiers et en finance d'entreprise. L'arrivée d'un 5^e administrateur sera proposée en assemblée générale en juin 2023.

Le management opérationnel de Smart Salem à également été renouvelé courant 2022.

Aujourd'hui, Smart Salem est dirigé par **Sanjay Verma – Chief Executive Officer** doté de plus de vingt années d'expérience en stratégie, transformation et direction d'entreprise au sein de PwC Moyen-Orient et Australie, **Charlotte Hartley Smith – Chief Financial Officer** qui a développé une expertise en stratégie et direction financière avec plus de 18 ans au sein de PwC UK et Moyen-Orient et **Amanda Gravitis – Chief Operating Officer** avec une expérience de plus de 10 ans en conseil en stratégie et développement opérationnel de sociétés privées et cotées chez PwC Moyen-Orient et Australie.

9

Une offre disruptive

Acquise en 2021 pour un montant de 26,6 M€, Smart Salem représente aujourd'hui 100% de l'activité de Visiomed Group. Le cœur de métier de Smart Salem est la réalisation d'exams médicaux appelés *Medical Fitness* afin de délivrer un visa résident ou de travail. Offre véritablement disruptive, Smart Salem est capable de dépister près de 35 maladies en 30 minutes chez un patient afin d'obtenir un visa de résidence en l'espace de 60 minutes, grâce à une digitalisation totale du parcours patient, là où le processus des centres d'exams historiques aux Emirats Arabes Unis peut prendre de 5 à 10 jours ouvrés. Ces exams concernent tous les individus venant aux EAU afin d'y vivre, travailler ou étudier. Au-delà du *Medical Fitness*, Smart Salem a lancé en ce début d'année de nouveaux services (visa pour employés de maison et tests médicaux de médecine du travail) et propose également des bilans de santé exhaustifs et personnalisés, représentant un premier pas dans le segment très dynamique de la prévention médicale et des soins individualisés.

Smart Salem apporte un vent d'innovation au secteur par une expérience presque entièrement digitalisée avec une faible intervention humaine (un atout certain dans un monde post COVID). Ces innovations portent sur plusieurs plans :

La digitalisation des tâches : permet 1) un accueil automatisé des patients, 2) leur enregistrement et inscription sur le système de file d'attente digitale de manière autonome après le scan d'une pièce d'identité/passeport et 3) l'acheminement des échantillons de sang au laboratoire pour analyse et la délivrance rapide des documents (résultats, visas). Cette expérience client permet d'atteindre un taux de satisfaction de ces derniers de 97%

L'exploitation de l'intelligence artificielle : utilisée pour automatiser les files d'attentes, fournir au patient un parcours clair et intuitif en l'orientant de manière autonome vers chaque salle de test. L'intelligence artificielle est également intégrée à l'équipement de radiologie. Cet outil d'assistance permet une meilleure précision de lecture et une plus grande rapidité dans la délivrance des résultats.

Différences entre une solution classique et celle proposée par Smart Salem

	Medical Fitness <i>STANDARD</i>	Medical Fitness <i>PREMIUM</i>	Smart Salem
Visa	Oui	Oui	Oui
Carte d'identité	Externalisé	Externalisé	Internalisé en 2023
Durée des tests	30-45 minutes	30-45 minutes	10 minutes
Délai résultat	24 à 48 heures	2 heures	30 minutes
Délai d'obtention du visa ^(a)	2 à 3 jours	2 à 3 jours	60 minutes
Prix ^(b)	270 AED	1 020 AED	700 AED

(a) Après réception du résultat du test médical

(b) AED : Dirham des Émirats Arabes Unis (USD/AED = 3,637)

Source : Société

Une expérience client haut de gamme

Le parcours type d'un patient au sein d'un centre Smart Salem est optimisé afin d'offrir une expérience haut de gamme :

1/ Le patient arrive au centre médical Smart Salem où il est accueilli par un robot service-client qui l'escortera au kiosque digital libre-service.

2/ Le patient se dirige vers le kiosque digital libre-service équipé de scanners biométriques, de scanners de cartes d'identité Emirats Arabes Unis ainsi que de scanners de passeports et de demandes de visa.

3/ Après avoir scanné son document, le client choisit son thème préféré personnalisé qui sera affiché dans la salle pendant le prélèvement sanguin.

4/ Le client se dirige vers la salle de collecte de sang qui est équipée d'un écran affichant le nom du client attendu avec sa photo. Une caméra faciale identifie le client et se connecte automatiquement au système.

5/ Le patient subit une prise de sang. Le sang collecté est ensuite placé dans un robot relais. Le robot relais transporte ensuite les échantillons de sang au laboratoire.

6/ Le patient se dirigera ensuite vers la salle de radiologie où une caméra faciale l'identifiera et affichera les instructions de préparation. Un logiciel d'intelligence artificielle analyse l'image radiographique pour détecter la tuberculose en quelques secondes avec une précision supérieure à celle d'un radiologue.

7/ Le client reçoit ses résultats en 30 minutes et son visa de résidence en 60 minutes.

Au final, l'usage de ces technologies permet de limiter l'intervention humaine et d'offrir une expérience client comprenant la prise de sang et la délivrance du visa en une heure maximum.

Experience client et vitesse de traitement



10 min
Temps moyen du test médical



30 min
Temps moyen pour recevoir
les résultats médicaux



60 min
Pour recevoir le visa de résidence

Source : Société

Un maillage territorial optimal

Pour répondre à la forte demande en tests de *Medical Fitness*, Visiomed Group a tissé un réseau sur l'ensemble du territoire de Dubaï composé de 3 centres de tests innovants et dotés des dernières technologies (fort degré de robotisation, intelligence artificielle...). Ces centres offrent une expérience client d'une forte qualité et permettent au Groupe d'accueillir 2 000 patients par jour. Implantés notamment dans des Zones Franches (zone économique au sein de laquelle les entreprises bénéficient d'avantages en matière de régulation et de taxes), le Groupe bénéficie d'une imposition nulle. Alors que le Groupe visait l'ouverture de 5 centres à Dubaï pour une capacité totale de 2 000 patients par jour, le management est parvenu à optimiser son offre autour de 3 centres (les centres 2 et 3 étant plus grands et plus efficaces que le premier). En 2022, Smart Salem a accueilli 87k patients en Medical Fitness pour un CA de 9,9 M€.

Implantations Smart Salem à Dubaï



Source : Société

Centre 1 – City Walk

Le premier centre du Groupe a été inauguré en 2020 à City Walk. Spécialisé dans les tests d'aptitude médicale *Medical Fitness*, ce centre d'une surface de 550 M² est doté de 5 salles de prise de sang et 2 salles de radiologie permettant une capacité d'accueil de 600 patients par jour. Situé entre les prestigieux quartiers de Jumeirah et Downtown Dubai, Smart Salem City Walk est le centre historique du groupe.

Centre 2 – Dubaï International Financial Centre (DIFC)

Le deuxième centre du Groupe a été inauguré fin 2022 (octobre). Ouvert dans le quartier financier du Dubaï International Financial Centre (DIFC), le plus grand quartier financier du Moyen-Orient, ce centre, d'une surface de 1 100 m² est doté de 7 salles de prise de sang et 3 salles de radiologie permettant une capacité d'accueil de 800 patients par jour. En plus de l'offre de Medical Fitness, Smart Salem DIFC propose également les bilans de santé et prévention. Située dans une zone stratégique de Dubaï, (quartier multiservice composé d'infrastructures pour les affaires, de centres culturels et de loisirs) l'implantation de Visiomed Group dans cette zone permet au Groupe de bénéficier d'une infrastructure moderne tout en étant proche des entreprises et d'une population CSP++.

Centre 3 – Dubaï Knowledge Park (DKP)

Enfin, le Groupe a inauguré au T1 2023 son 3^{ème} centre à Dubaï. Située dans la Zone Franche de Dubaï Knowledge Park (DKP), ce centre d'une surface de 1 000 m² est doté de 5 salles de prise de sang et 2 salles de radiologie permettant une capacité d'accueil de 600 patients par jour (soit une capacité d'accueil de 2 000 patients/jour sur 3 centres pour le groupe). Ce dernier centre propose, en plus de l'offre de *Medical Fitness*, les tests de médecine du travail, les tests médicaux pour employés de maison ainsi que les bilans de santé et prévention. La zone franche de DKP est un hub qui est consacré aux sociétés liées aux ressources humaines, l'éducation, la formation et le développement personnel. Cette zone met notamment à disposition de ses résidents des instituts de formation et des cabinets de conseil en recrutement.

Alors que le Groupe souhaitait atteindre une capacité d'accueil de 2 000 personnes à travers 5 centres, cet objectif a été atteint sur 3 centres permettant au Groupe de limiter ses capex (env. 3 M€ par centre). En effet, le Groupe dispose d'un maillage géographique optimal à Dubaï, d'une capacité d'accueil de 2 000 personnes par jour sur ses 3 centres offrant un potentiel de croissance très fort pour l'avenir sans coûts fixes ou investissement significatifs supplémentaires. Fort de cette nouvelle dimension, le Groupe complète son offre de service avec d'autres tests médicaux administratifs et le lancement des bilans de santé exhaustifs et personnalisés.

Des partenariats pour doper la croissance

Quels sont les enjeux du Groupe ?

Comme nous avons pu le voir précédemment, la procédure de *Medical Fitness* est une obligation réglementaire en vue de l'obtention d'un visa. Ainsi, l'enjeu du Groupe est essentiellement d'attirer toujours plus de patients alors que nous estimons à 20 le nombre de centres dédiés au *Medical Fitness* à Dubaï (néanmoins seul les centres Smart Salem sont habilités et équipés pour délivrer des visas en 60 minutes). **Pour cela, au-delà de son positionnement premium différenciant et de son offre disruptive, le Groupe table sur 1/ des partenariats BtoB avec de grands employeurs 2/ les partenariats commerciaux avec les Zones Franches et 3/ un plan marketing d'envergure afin d'accroître la visibilité du Groupe.**

Partenaires Smart Salem



Source : Société

En effet, afin de développer son activité, Smart Salem a noué des partenariats avec de nombreuses sociétés à l'image de PwC, EY ou encore Deloitte. L'objectif pour ces sociétés est de faciliter les démarches pour leurs salariés qui peuvent ainsi obtenir une réponse rapidement facilitant ainsi leur prise de poste.

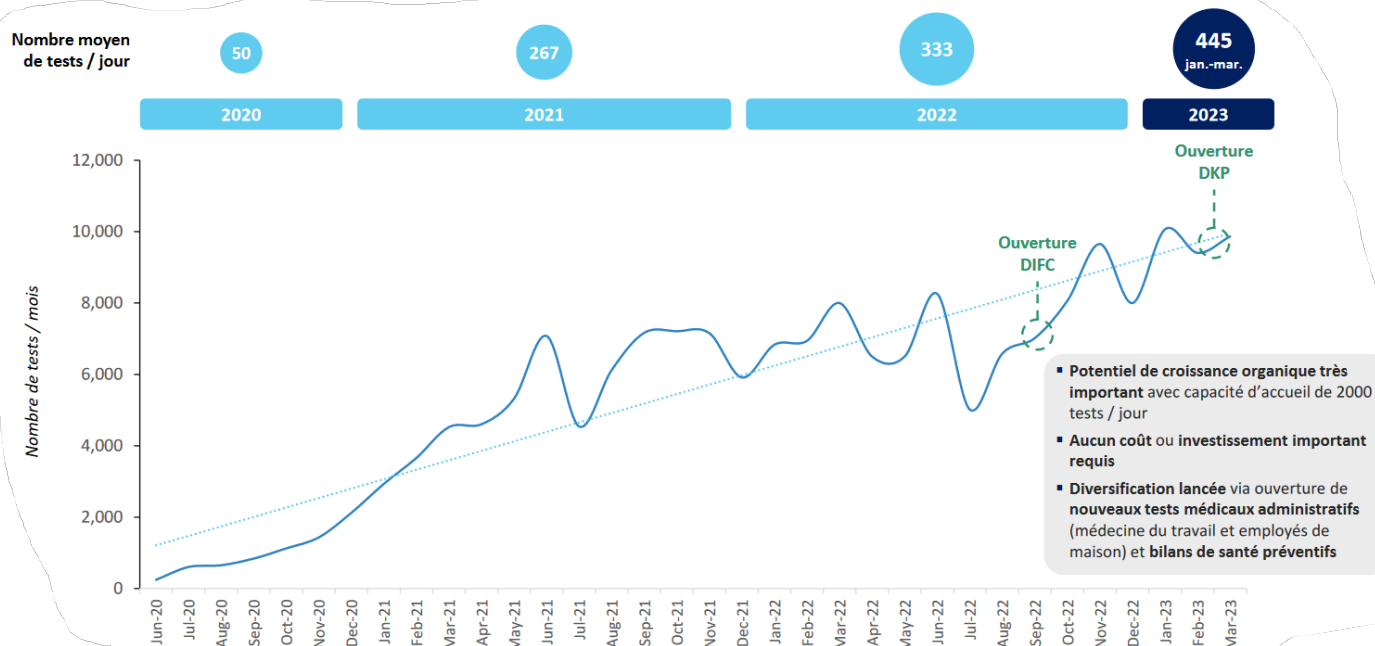
Pour Smart Salem, cela lui permet de s'assurer un flux de patients régulier. En effet, les tests *Medical Fitness* doivent être réalisés pour l'obtention du visa mais également renouvelés tous les deux ans et reproduits lors d'un changement d'employeur. Ainsi, ces accords permettent à Smart Salem de s'assurer un volume significatif de tests.

Au-delà de ces partenariats, Smart Salem a également signé des accords avec des conciergeries qui accompagnent les expatriés dans leur installation à Dubaï. Là encore, l'objectif est de capter au mieux le flux d'expatriés CSP+/++ susceptibles de recourir au *Medical Fitness*.

Un business model fortement margé

Smart Salem déploie son activité dans le cadre d'un partenariat public-privé (PPP) avec la DHA (Dubai Health Authority) et la Direction Générale de la Résidence et des Affaires Etrangères. Dans le cadre de ce PPP, les autorités fixent le prix des tests (105 €). Au-delà du prix, la collaboration avec les acteurs gouvernementaux facilite le déploiement de Smart Salem. Aujourd'hui, le modèle de Smart Salem est un modèle très profitable car il repose sur une base de coûts fixes importante (plus de 80%) traduisant une marge incrémentale qui est importante une fois les coûts fixes couverts.

Historique des visites mensuelles



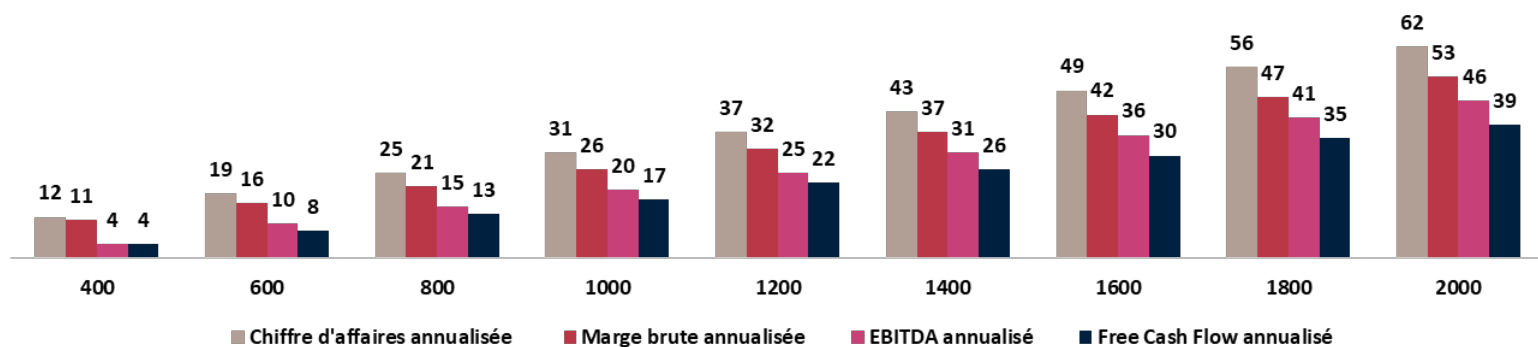
Source : Société

L'accroissement du nombre de centres Smart Salem et la demande de tests toujours croissante permettent à Smart Salem de bénéficier d'un nombre de visites journalières toujours plus important.

En effet, en 2020, le Groupe comptait 50 visiteurs par jours en moyenne (1^{er} centre ouvert au T3 2020), 267 en 2021, 333 en 2022 pour un total de 87K visites et 445 sur le T1 2023 avec un record de de plus de 10 000 visiteurs sur le mois de janvier 2023. L'état de ces visites est fait sans le 3e centre, ouvert en mars 2023 mais opérationnel depuis avril 2023, ce qui témoigne une nouvelle fois du potentiel de croissance du nombre de visiteurs.

A leur pleine capacité, c'est-à-dire 2 000 visites journalières et sur la base d'un chiffre d'affaires par test de 117\$ et une marge brute de 100\$, le Groupe estime que ses centres devraient permettre de générer 62 M\$ de chiffre d'affaires, 53M\$ de marge brute annualisée, 46M\$ d'EBITDA annualisé et 39M\$ de Free Cash-Flow annualisé soit une conversion de près de 85% de l'EBITDA en cash.

Evolution des marges (en millions USD) par rapport au nombre de visites journalières



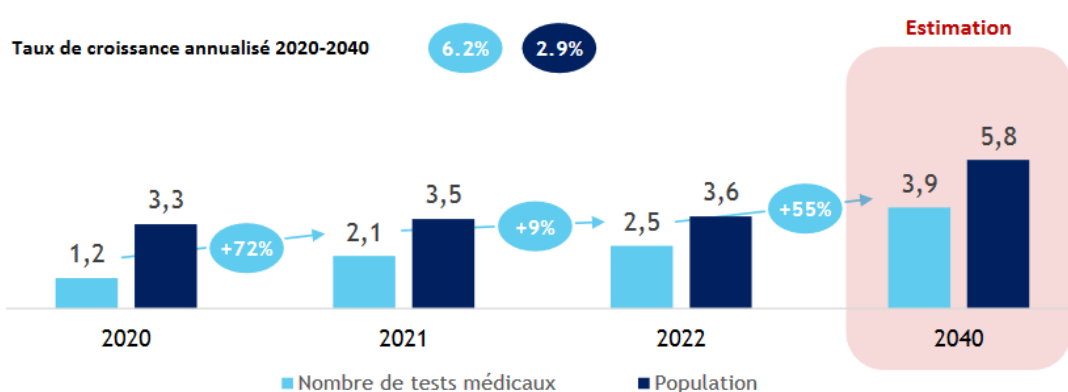
Sources : Euroland Corporate, Société

Cette forte rentabilité est permise par la capacité de Visiomed à optimiser les coûts des centres Smart Salem et de maximiser leur capacité d'accueil. Alors que Smart Salem continue de monter en puissance, le Groupe devrait changer considérablement son profil de rentabilité.

Un marché structurellement porteur

Avec une population composée à 90% d'expatriés, le marché du *Medical Fitness* à Dubaï est conséquent. En 2022, ce sont pas moins de 2,5 million de tests qui ont été réalisés sur une population totale estimée à 3,6 millions. Cette dynamique devrait se poursuivre au cours des prochaines années alors que le boom démographique entraîné par l'arrivée massive de résidents aux Emirats Arabes Unis devrait se poursuivre. En effet, selon la Dubai Health Authority, la population totale de Dubai devrait atteindre 5,8 millions d'habitants en 2040, soit une hausse de 55% par rapport à 2022. Ainsi, le caractère obligatoire des tests de *Medical Fitness* couplé à l'accroissement attendue de la population devraient permettre d'accroître significativement le marché potentiel de Smart Salem.

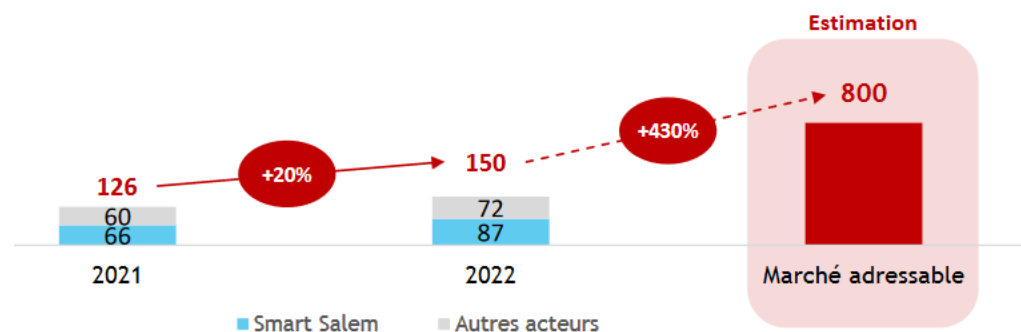
Evolution du marché des tests médicaux pour visa et de la population (en millions)



Source : Société, Gouvernement de Dubaï

Fort de son positionnement premium et de son offre innovante, le Groupe estime que Smart Salem a créé en 2022 près de 90% de la croissance du segment *premium*, faisant de Smart Salem un véritable « *Market Maker* ». A terme, le Groupe estime que le marché des tests médicaux premium à Dubaï à environ 800 000 tests par an. Ainsi, Smart Salem, sur la base de ses 3 centres et d'une capacité de 2 000 tests/jour (soit 520 000 tests par an), permettrait au Groupe de capter 65% du marché adressable.

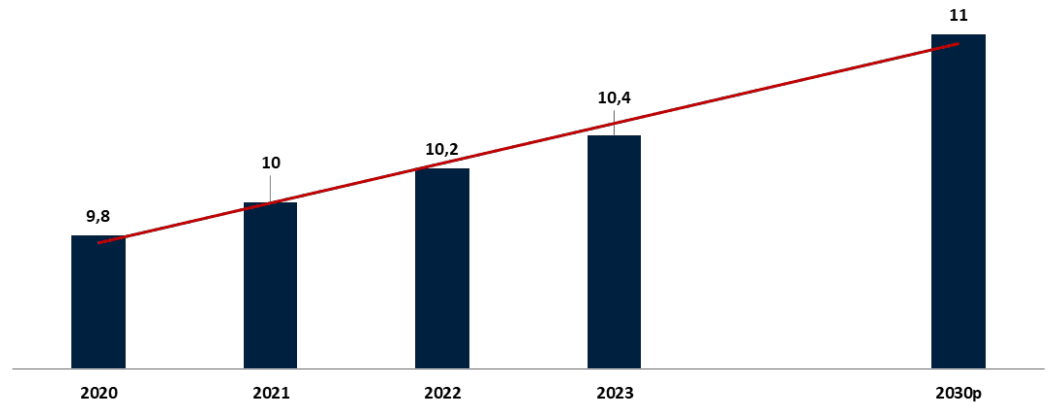
Evolution du marché des tests administratifs médicaux premium (milliers de visites)



Source : Société

Au-delà de Dubaï, le phénomène d'accroissement démographique devrait être sensible sur l'ensemble du territoire des Emirats Arabes Unis. Ainsi, selon le GCCE Healthcare Industry Report 2022, les UAE devraient totaliser une population supérieure à 11 millions de personnes à horizon 2030 sous l'effet de l'immigration.

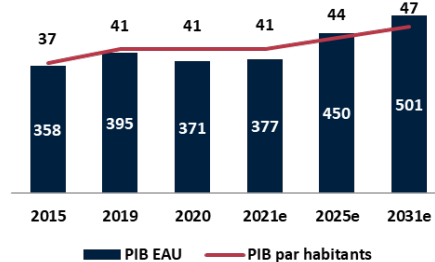
Evolution de la population des Emirats Arabes Unis (en millions)



Source : United Nations Department of Economic and Social Affairs: Population Division

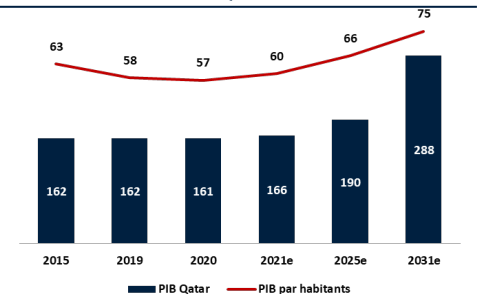
Ce phénomène d'accroissement démographique est également visible dans d'autres pays du Golfe dont l'économie est en plein essor à l'image de l'Arabie Saoudite, du Qatar, de Bahreïn ou encore du Koweït.

Evolution du PIB des UAE 2015-31e



Source: GCCE Healthcare Industry Report 2022

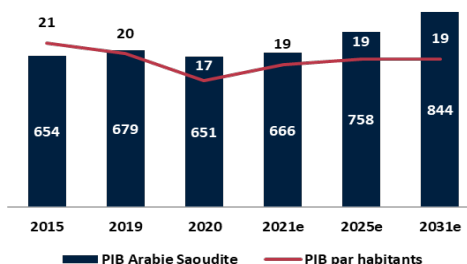
Evolution du PIB du Qatar 2015-31e



Source: GCCE Healthcare Industry Report 2022

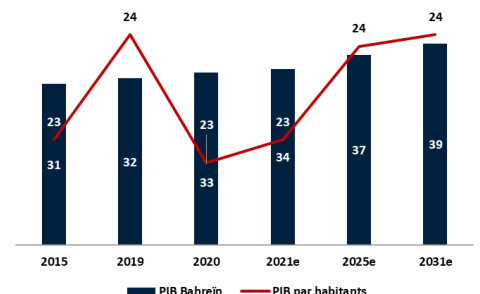
Ces pays affichent tous des politiques facilitant l'installation de travailleurs étrangers afin de soutenir leur économie. L'accroissement de la population de ces pays sur les années à venir offre des opportunités de croissance pour Visiomed.

Evolution du PIB Arabie Saoudite 2015-31e



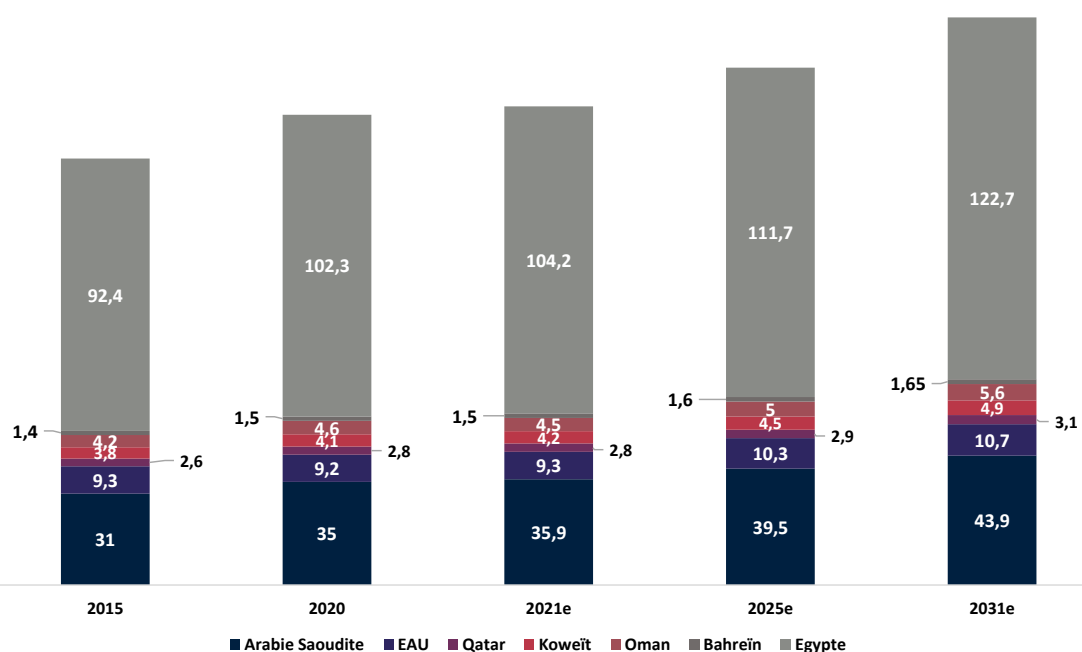
Source: GCCE Healthcare Industry Report 2022

Evolution du PIB du Bahreïn 2015-31e



Source: GCCE Healthcare Industry Report 2022

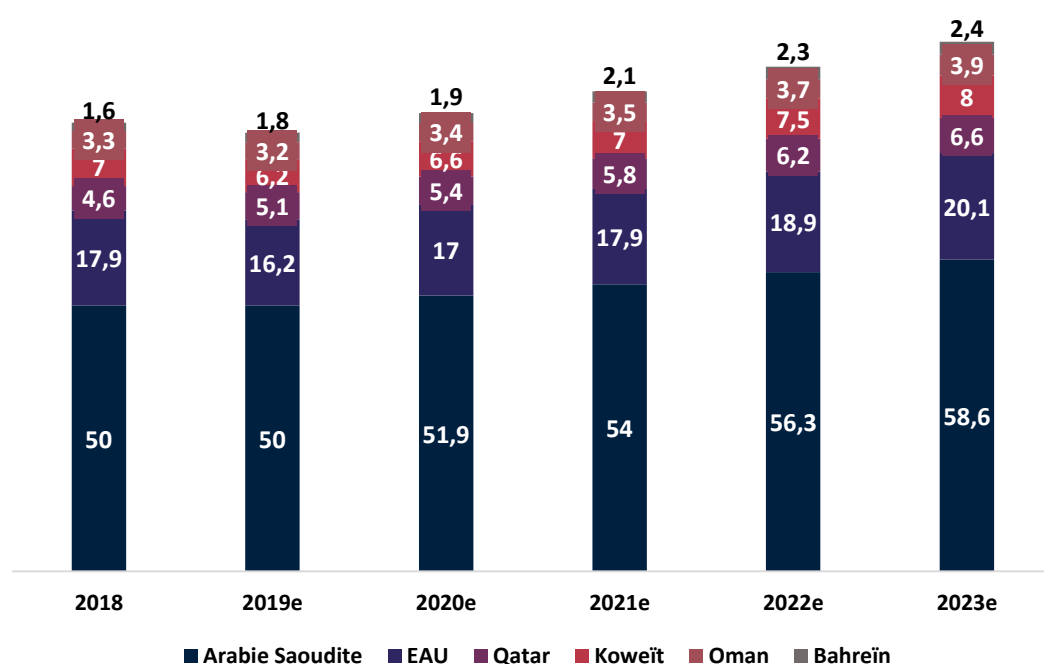
Accroissement de la population des pays du Golfe



Source: GCCE Healthcare Industry Report 2022

Compte tenu 1/ de l'accroissement de la population et 2/ du vieillissement de cette dernière, les pays du Golfe investissent de manière considérable dans l'offre de soin afin de renforcer leurs infrastructures de santé. L'accroissement de la richesse de la région témoigne également des opportunités à saisir pour Visiomed. L'augmentation de la qualité de vie des pays du Golfe devrait permettre au groupe de mettre à exécution sa stratégie d'expansion géographique.

Budget santé par pays (en Mds \$)



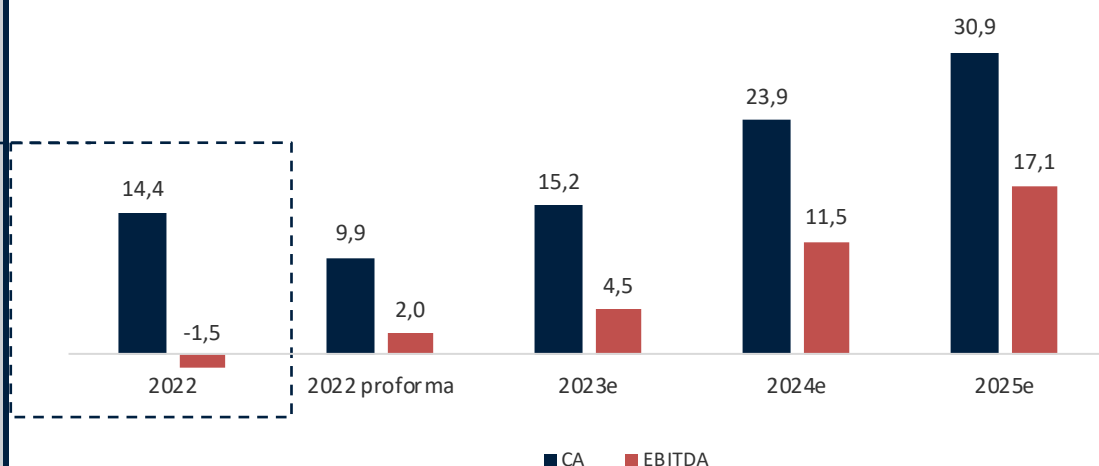
Source : Ardent Advisory Accounting

Perspectives stratégiques et financières

À la suite de l'entrée au capital de Park Capital (devenu Perpetua Capital) en 2022 et avec la structuration des équipes, la société est entrée dans une période de forte croissance. Aujourd'hui référent sur le marché du *Medical Fitness* à Dubaï, Visiomed Group entend poursuivre le développement de son activité sur les prochaines années. Pour ce faire, la société devrait capitaliser sur : 1/ la montée en puissance de ses 3 centres basés à Dubaï qui devraient lui permettre d'augmenter significativement le volume de tests réalisés et 2/ l'enrichissement de son offre de services avec le lancement de nouveaux tests médicaux et des bilans de santé exhaustifs et personnalisés. A terme, le Groupe devrait également développer son offre à l'international afin de dupliquer le modèle de Smart Salem dans d'autres pays du Golfe (non intégré dans notre modèle). A ce titre, le Groupe a d'ores et déjà créé une Joint-Venture en Arabie Saoudite afin d'y dupliquer le modèle de Smart Salem.

Cette stratégie ambitieuse devrait permettre à Visiomed Group, sur une base organique, d'atteindre les 30,9 M€ de chiffre d'affaires d'ici 2025 (contre 9,9 M€ en 2022) pour une marge d'EBITDA de 55,4%. Compte tenu des efforts fournis sur les exercices précédents, la dynamique d'investissement devrait être limitée sur les prochains exercices. Sur la période 2022-25e, nous anticipons un TCAM du CA de +46,1% (périmètre comparable).

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



Source : Euroland Corporate

Vers une trajectoire d'hyper-croissance

Les leviers identifiés par Visiomed Group vont permettre d'afficher une accélération de l'activité dans les prochaines années. La croissance sera principalement portée par la montée en puissance des centres du Groupe présents à Dubaï au cours des 3 prochains exercices. Visiomed compte également développer les solutions proposées par Smart Salem en une offre multiservice globale. Celle-ci comprendrait alors la réalisation de tests médicaux administratifs, la délivrance de visa, la médecine du travail, la réalisation de bilans de santé, la prévention, la médecine holistique et les analyses de génome et d'ADN. Visiomed souhaite à cet effet atteindre un taux de conversion de 5% des patients *Medical Fitness* afin de leur proposer un ensemble de tests additionnels aux tests administratifs.

Le *Medical Fitness* attendu en forte croissance

Avec un CA de 9,9 M€ en 2022 et une croissance de +48,0% entre 2021 et 2022, l'activité *Medical Fitness* constitue le principal accélérateur de croissance du Groupe. Sur la période 2022-25e, nous anticipons un TCAM du CA de +44,8% traduisant la capacité de Visiomed Group à remporter des parts de marché sur son marché local (Dubai). Sur les 3 prochains exercices, nous modélisons une croissance du chiffre d'affaires soutenue à la faveur d'un effet volume significatifs (env. **1 100 tests** / jour à horizon 2025 vs **330 tests** / jour en 2022). Le prix des tests étant fixé par l'état, l'effet prix sera nul sur la période.

Sur la période, nous intégrons également la nouvelle offre de tests additionnel de Smart Salem. Nous modélisons un taux de conversion de 5% des patients *Medical Fitness* sur la base d'un prix de 60€ (société).

Modélisation du chiffre d'affaires Visiomed Group 2023-25e

	2023e	2024e	2025e
Jours ouverts	260	260	260
Prix moyen test	105	105	105
Total test par jours (Smart Salem)	540	850	1100
Tests par an	140 400	221 000	286 000
Nombre de tests réalisés par jour	310	350	400
Tests par an	80 600	91 000	104 000
CA City walk	8 463	9 555	10 920
Nombre de tests réalisés par jour	130	250	350
Tests par an	33 800	65 000	91 000
CA DIFC	3 549	6 825	9 555
Nombre de tests réalisés par jour	100	250	350
Test par an	26 000	65 000	91 000
CA DKP	2 730	6 825	9 555
CA Medical Fitness	14 742	23 205	30 030
Prix test (€)	60	60	60
Nombre de tests réalisés sur autres activités par an	7 020	11 050	14 300
CA autres activités	421	663	858
CA Groupe	15 163	23 868	30 888

Source : Euroland Corporate

Ainsi, la croissance reposera principalement sur :

La montée en puissance en volume des 3 centres à Dubaï. Alors que l'ensemble des centres sont désormais structurés et opérationnels, le Groupe dispose d'une capacité totale de 2 000 tests/jour qui devrait lui permettre d'augmenter significativement le nombre de tests réalisés.

Le renforcement des partenariats avec les Grands employeurs de Dubaï ou encore les conciergeries, constitue autant de soutiens à la croissance. Ces partenariats permettront de capter une part significative des patients qui doivent réaliser un test de *Medical Fitness*.

L'élargissement de l'offre, avec la propositions aux patients de tests complémentaires.

Et après ?

L'expansion géographique du modèle Smart Salem

Aujourd'hui Smart Salem a su s'implanter dans des points stratégiques de Dubaï lui offrant une excellente couverture de cette zone. Au-delà des Emirats et Dubaï, Smart Salem est également en cours d'implantation en Arabie Saoudite qui est un pays faisant face à un fort afflux de population étrangère. Cette attractivité est notamment permise par la position économique de l'Arabie Saoudite qui est le pays du G20 ayant la plus forte croissance. Le marché du test administratif est encore plus important que celui des EAU et permet d'envisager des perspectives de croissance très significatives pour Visiomed. Le groupe entend également saisir les opportunités liées à une offre de prévention dans le but de diversifier et accroître sa présence géographique.

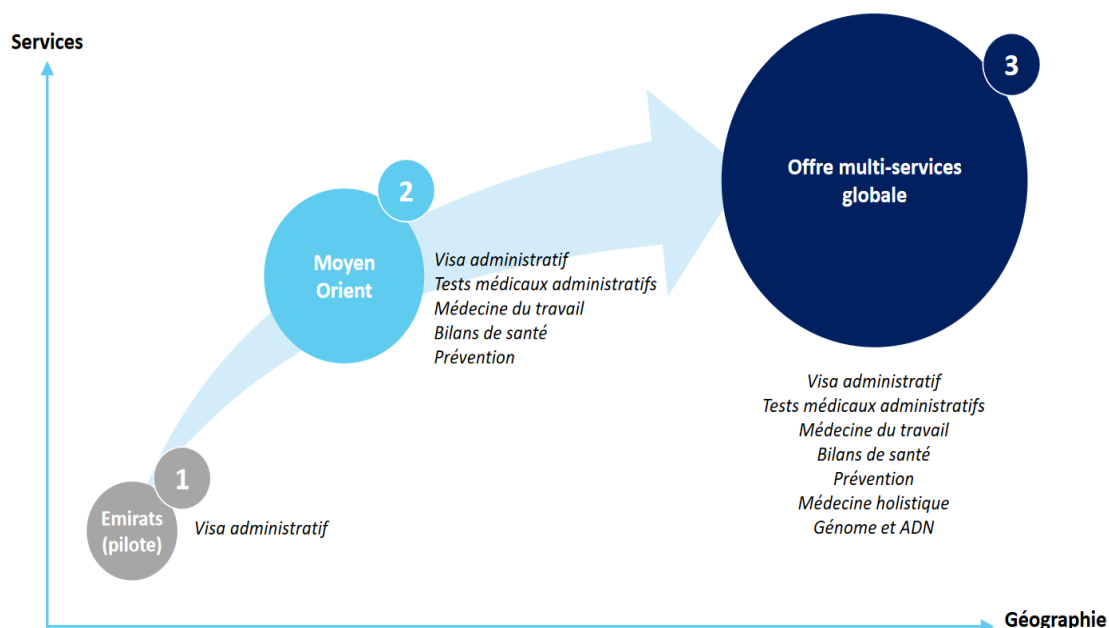
Smart Salem compte également, s'implanter au Koweït, au Bahreïn, en Oman et en Egypte afin de couvrir la quasi-totalité de la zone Moyen-Orient. Ces pays sont, au même titre que les EAU et l'Arabie Saoudite, des pays nécessitant un test médical avancé et à renouveler pour obtenir un visa de travail ou de résidence. L'expansion géographique représente ainsi un vivier de croissance significatif pour Visiomed. Nous n'intégrons pas à ce stade le développement à l'international en attendant plus d'éléments tangibles.

Stratégie d'expansion géographique de Visiomed



Source : Société

Stratégie de développement de Visiomed Group



Source : Société

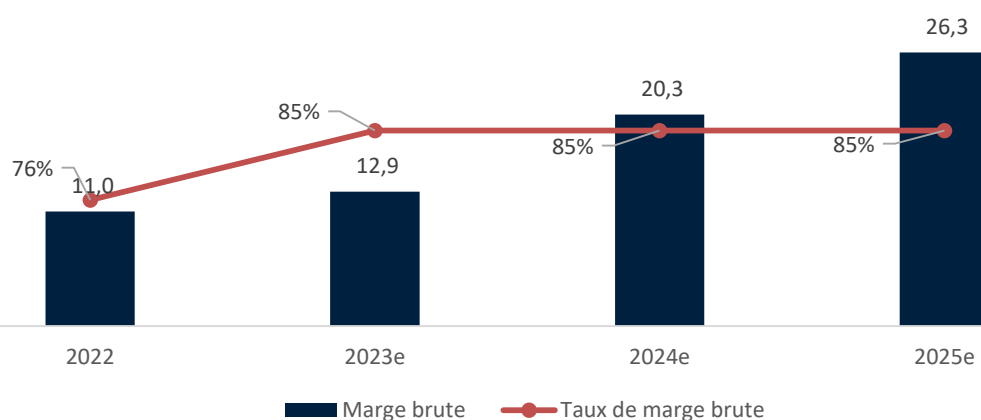
Ainsi, en s'appuyant sur son expertise, un modèle Smart Salem facilement reproductible et une structure de coûts facilement maîtrisable, Visiomed souhaite donc se développer conjointement sur son offre de service et sa présence géographique. D'une part, la maîtrise de Smart Salem des tests administratifs et la délivrance de visa sont des atouts de taille pour favoriser son implantation dans des pays qui imposent des examens médicaux pour la délivrance d'un titre de séjour.

L'activation des synergies et des leviers de croissance permettront à Visiomed d'élargir son offre grâce aux technologies médicales dont il dispose. L'expansion globale centrée sur les tests médicaux administratifs, la prévention médicale et le bien-être et appuyée par la maîtrise de l'intelligence artificielle et de centres totalement digitalisés permettront à Visiomed de cristalliser sa valeur et dégager de forts bénéfices grâce à la maîtrise de son activité.

Un fort levier opérationnel

Opérant ses centres dans le cadre d'un Partenariat-Public-Privé (PPP), le prix par test (105€) est fixé par le Gouvernement Emirati. Ainsi, la nature de ces contrats rend l'évolution de la marge brute négligeable. Au cours des 3 prochains exercices, nous tablons sur une marge brute stable (env. 85%). Bénéficiant d'une structure de coûts basée essentiellement sur des coûts fixes (plus de 80%), Visiomed Group dispose d'importants leviers de rentabilité. Ainsi, 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. En effet, la totalité des investissements en lien avec le déploiement des centres Smart Salem à Dubaï a déjà été réalisée sur les exercices précédents. A terme, la société devrait afficher une croissance de sa rentabilité avec un EBITDA de 17,1 M€ en 2025.

Prévisions de marge brute sur la période 2022-25e



Source : Euroland Corporate

Une rapide progression des marges

Retraité des éléments non normatifs et de l'impact de activités cédées ou arrêtées (périmètre Bewellthy et activité liée au COVID de Smart Salem), le périmètre Smart Salem affiche une activité dynamique. En 2022, l'activité ressort à 9,9 M€ soit une croissance de 48% à la faveur de la montée en puissance du 1^{er} centre basé à City Walk.

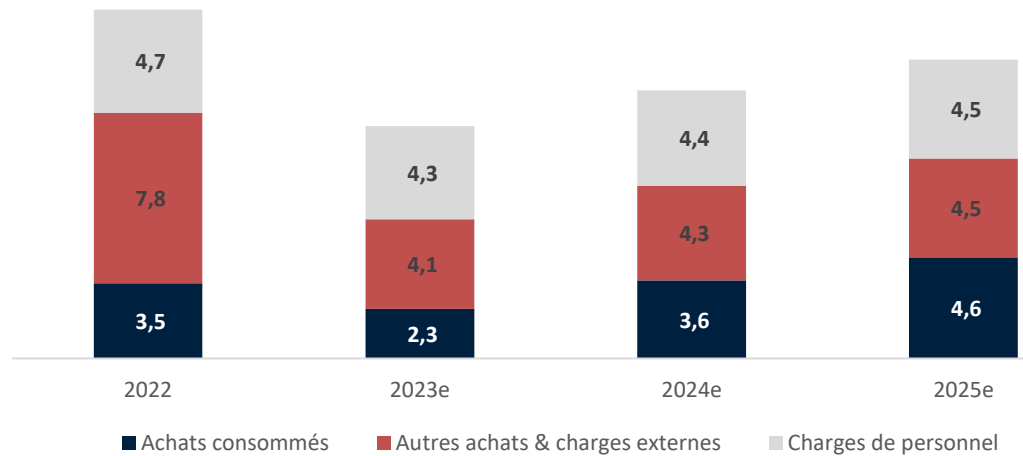
Ainsi, l'EBITDA normalisé ressort à 2,0 M€ soit une marge d'EBITDA de 20,0% (vs -2,1 M€ en consolidé en 2022). Cette performance s'explique par :

- La forte croissance de l'activité portée par des volumes de tests en forte hausse
- La maîtrise des charges opérationnelles

Une structure basée sur des coûts fixes

Avec une structure de coûts basée essentiellement sur des coûts fixes (plus de 80%), Visiomed Group dispose d'importants leviers de rentabilité. L'évolution des charges de Visiomed Groupe devrait être la suivante :

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

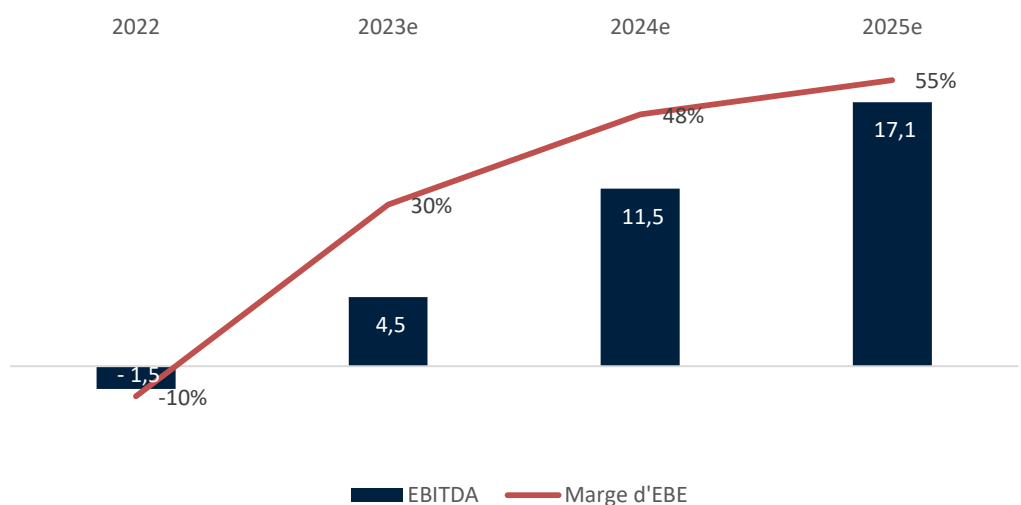


Source : Euroland Corporate

Les principales augmentations de charges auront lieu sur les postes suivants :

- les frais marketing / communication : afin de soutenir son développement commercial, nous pensons que Visiomed Group devrait augmenter ses dépenses en matières de marketing afin de renforcer sa notoriété.
- les charges de personnel afin de structurer l'ensemble de ces centres opérant à Dubaï et soutenir sa croissance: nous prévoyons à partir de 2024 le renforcement des équipes opérationnelles à hauteur de 5 personnes supplémentaires par an. Nous modélisons également une inflation des salaires de l'ordre de 3% par prudence.

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



Source : Euroland Corporate

les dotations aux amortissements : compte tenu des investissements consentis pour l'ouverture des 3 premiers centres à Dubaï (9 M€), les dotations aux amortissements sont attendues en hausse sur la période. Nous modélisons un montant de 3,0 M€ de DAP / an à partir de 2023.

Vers une marge opérationnelle normative de 53% en 2026

Profitant de son modèle, Visiomed devrait afficher un profil de rentabilité complètement nouveau. Ainsi, nous tablons en 2023 sur une MOC de 9,6% traduisant un fort rebond de sa profitabilité. Par la suite, Visiomed Group tirera pleinement profit de ses investissements avec l'accélération de la croissance associée à une relative stabilité des charges. Nous tablons ainsi sur une MOC normative de 53% à horizon 2026.

En matière de résultat net, le Groupe ne devrait pas être en reste. Pour rappel, Dubaï est une région où historiquement les bénéfices et les revenus ne sont pas taxés.

Compte de résultat prévisionnel 2022-23e (en M€)

En M€	2022	2023e	2024e	2025e
CA	14,4	15,2	23,9	30,9
<i>Croissance (%)</i>		5%	57%	29%
<i>dont City Walk</i>		8,5	9,6	10,9
<i>dont DIFC</i>		3,5	6,8	9,6
<i>dont DKP</i>		2,7	6,8	9,6
<i>dont autres activités</i>		0,4	0,7	0,9
Marge Brute	11,0	12,9	20,3	26,3
Autres achats & charges externes	8	4	4	5
impôts et taxes	0	0	0	0
Charges de personnel	4,7	4,3	4,4	4,5
EBITDA	-1,5	4,5	11,5	17,1
Marge d'Ebitda	-10%	30%	48%	55%
DAP	2,9	3,0	3,0	3,0
Résultats opérationnel courant	-4,4	1,5	8,5	14,1
MOC (%)	-30%	10%	36%	46%
Résultat net consolidé	-5,3	1,1	8,2	14,0

Source : Euroland Corporate

Une forte génération de cash attendue

Compte tenu des perspectives de croissance du groupe, du redressement attendu des résultats et d'investissements limités sur la période, Visiomed Group devrait voir sa génération de cash nettement s'améliorer. Sur la base de notre scénario, nous estimons que Visiomed Group devrait générer un cash flow opérationnel moyen de 10,7 M€/an dans les trois années à venir. Ainsi, alors que l'effet BFR devrait être limité (20 jours de CA env.) et à la faveur des investissements consentis au cours des 3 derniers exercices, le FCF 2025e est attendu à 16,7 M€ selon nos estimations, soit une conversion de près de 90% de l'EBITDA. Nous tablons sur une baisse continue du gearing en fin d'année, à périmètre comparable (-51% en décembre 2025 vs 13% en 2022).

Structure financière prévisionnelle (2022-25e)

En M€	2022	2023e	2024e	2025e
Trésorerie	2,4	5,0	13,7	28,2
Endettement net	3,3	1,7	-8,5	-24,2
Capitaux propres	24,3	25,4	33,6	47,6
Gearing	13%	7%	-25%	-51%

Source : Euroland Corporate

Tableau de flux de trésorerie (en M€)

En M€	2022	2023e	2024e	2025e
Cash Flow opérationnel	-1,7	4,2	11,2	16,7
dont var. de BFR	0,8	-0,4	-0,5	-0,5
Cash flow d'investissement	-17,5	-4,0	-1,0	-1,2
Cash flow de financement	14,8	1,0	-1,4	-1,3
dont augmentation de capital	3,2	0,0	0,0	0,0
dont var. des dettes financières	11,5	1,0	-1,4	-1,3
dont dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de la trésorerie nette	-4,4	1,2	8,9	14,2

Source : Euroland Corporate

Valorisation de Visiomed 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 +28,8% entre 2022 et 2025e (+46,1% à pc) qui prend en compte un effet volume important compte tenu de la montée en puissance des centres opérants à Dubaï. A ce stade, nous n'intégrons pas dans notre scénario les projets de développement à l'international du Groupe (Arabie Saoudite et Golfe).
- **Rentabilité opérationnelle** : nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 53,4% à partir de 2026 sous l'effet d'un fort levier opérationnel.
- **Investissements** : la société devrait continuer à investir 2,0% de son CA sur la période en moyenne.
- **Besoin en fonds de roulement** : nous retenons un BFR à 20 jours du CA à terme.
- **Impôts** : les activités du Groupe étant basées à Dubaï, le Groupe devrait avoir une imposition nulle sur la période.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 10,28% basé sur :**
 - un taux sans risque de 5,15% (OAT 10 ans UAE au 31/05/2023) ;
 - une dette financière nette à fin 2023 estimée à -12,3 M€ (intégrant la conversion des BSA);
 - une prime de risque UAE de 4,79%
 - un bêta de 1,07
 - un taux de croissance à l'infini UAE de 2,50%

Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Calcul du WACC	
Taux sans risque (OAT 10 ans UAE)	5,15%
Prime de risque (UAE)	4,79%
Bêta endetté	1,07
Coût moyen pondéré du capital	10,28%
Taux de croissance à l'infini	2,50%

Source : Euroland Corporate

Tableau des DCF

En K€	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Chiffre d'affaires	15,2	23,9	30,9	38,8	47,1	55,5	58,2	59,7	61,2	62,4
<i>variation (%)</i>	5,0%	57,4%	29,4%	25,5%	21,6%	17,7%	5,0%	2,5%	2,5%	2,0%
EBITDA	4,5	11,5	17,1	21,5	26,1	30,7	32,3	33,1	33,9	34,6
<i>Taux de marge d'EBITDA</i>	29,5%	48,3%	55,4%	55,4%	55,4%	55,4%	55,4%	55,4%	55,4%	55,4%
Résultat opérationnel courant	1,5	8,5	14,1	20,7	25,2	29,6	31,1	31,9	32,7	33,3
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	9,6%	35,6%	45,6%	53,4%	53,4%	53,4%	53,4%	53,4%	53,4%	53,4%
- Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Taux d'IS (%)</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
+ DAP nettes	3,0	3,0	3,0	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Cash Flow opérationnel	4,5	11,5	17,1	21,5	26,1	30,7	32,3	33,1	33,9	34,6
- Variation du BFR	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investissements opérationnels	-2,0	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Free Cash flow	2,1	10,6	16,0	20,3	24,7	29,2	31,0	31,8	32,6	33,3
Free Cash flow actualisé	2,0	9,1	12,5	14,4	15,9	17,0	16,4	15,3	14,2	13,1
Somme des FCF actualisés	130,0									
Valeur terminale actualisée	173,2									
Valeur d'entreprise	303,2									
Dette nette	-12,3									
Actifs financiers	1,1									
Valeur des capitaux propres	316,6									
Nombre d'actions	357 375,84									
Valeur par action	0,90									

Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
C	9,28%	0,90	1,00	1,00	1,10	1,10
M	9,78%	0,90	0,90	1,00	1,00	1,00
P	10,28%	0,80	0,90	0,90	0,90	1,00
C	10,78%	0,80	0,80	0,80	0,90	0,90
	11,28%	0,70	0,80	0,80	0,80	0,80

source : Euroland Corporate

Notre valorisation fully-diluted de Visiomed Group par DCF ressort à 0,90 € par action avec un WACC de 10,28%.

Valorisation par les comparables boursiers

Nous avons sélectionné un échantillon de société concurrentes, évoluant dans la région du Golfe

AL MOUWASAT MEDICAL SERVICES COMPANY

Société basée en Arabie Saoudite dont l'activité principale est la fourniture de services médicaux au travers d'un réseau d'hôpitaux (détenus à 100% ou en majorité), la location de complexes médicaux et la vente de produits médicaux au travers de pharmacies. Le groupe est présent à 25% dans les régions centrales et de l'Ouest de l'Arabie Saoudite et pour 75% dans les régions de l'Est

DALLAH HEALTHCARE

Société basée en Arabie Saoudite. La société est spécialisée dans la fourniture de soins de santé (95,2% du CA) et la vente de produits médicaments et de produits pharmaceutiques (4,8% du CA).

NATIONAL MEDICAL CARE COMPANY (CARE)

Basée en Arabie-Saoudite, National Medical Care Company (CARE), fournit des services médicaux comprenant des hôpitaux, cliniques ainsi que des services à domicile (88% du CA). Le Groupe est également présent sur la vente de produits pharmaceutique (12% du CA)

SAUDI GERMAN HEALTH

Basée en Arabie Saoudite, SAUDI GERMAN HEALTH gère et entretient des hôpitaux, des cliniques et des centres médicaux. C'est l'un des principaux prestataires de soins privés au Moyen-Orient. La société est également présente dans la région du MENA. Forte de partenariats noués avec des hôpitaux allemands, la société bénéficie de leur savoir-faire dans la fourniture de ses services. Ses segments d'activité sont le « in-patient » (patient hospitalisé) pour 58% de son CA et l'« outpatient » (ambulatoire) pour 27% de son activité. Enfin la pharmacie représente 15% de son activité



Consensus des analystes sur les comparables

AGREGATS FINANCIERS

Société	Capitalisation	Dette nette	VE	CA				EBITDA			
				2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e
Mouwasat Medical Services Co.	5 757,5	103,2	5 860,7	591,5	662,7	748,5	866,3	215,8	240,3	272,3	322,0
Dallah Healthcare Co.	3 998,7	428,6	4 427,3	630,5	691,1	766,6	822,6	128,4	148,5	164,9	191,2
National Medical Care Co.	1 133,7	-91,3	1 042,4	232,6	252,3	277,5	304,7	59,4	64,2	71,6	79,3
Saudi German Health	1 037,9	567,9	1 605,8	545,3	610,6	681,9	752,4	73,3	82,1	94,1	103,9
Visiomed Group	145,9	3,3	149,1	14,4	15,2	23,9	30,9	-1,5	4,5	11,5	17,1

Société	Capitalisation	Dette nette	VE	EBIT				RN			
				2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e
Mouwasat Medical Services Co.	5 757,5	103,2	5 860,7	168,0	190,2	216,6	262,5	151,9	169,0	193,6	237,0
Dallah Healthcare Co.	3 998,7	428,6	4 427,3	99,5	117,5	132,0	156,2	69,5	88,4	104,3	120,6
National Medical Care Co.	1 133,7	-91,3	1 042,4	47,9	52,1	57,5	64,3	43,1	46,4	51,3	57,7
Saudi German Health	1 037,9	567,9	1 605,8	36,3	45,8	55,9	64,6	19,1	28,6	39,9	47,2
Visiomed Group	145,9	3,3	149,1	-3,7	1,5	8,5	14,1	-4,5	1,1	8,2	14,0

Source : Factset au 06/06/2023

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

Multiples de valorisation

MULTIPLES DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / EBITDA			P/E		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025
Mouwasat Medical Services Co.	5 757,5	24,4x	21,5x	18,2x	34,1x	29,7x	24,3x
Dallah Healthcare Co.	3 998,7	29,8x	26,8x	23,2x	45,2x	38,3x	33,2x
National Medical Care Co.	1 133,7	16,2x	14,6x	13,2x	24,4x	22,1x	19,6x
Saudi German Health	1 037,9	19,6x	17,1x	15,5x	36,3x	26,0x	22,0x
Mediane		22,0x	19,3x	16,8x	35,2x	27,9x	23,1x

Source : Factset au 06/06/2023

Nous obtenons une valorisation de 0,70€ par action avec la méthode des comparables boursiers (décote de taille de 10%).

Au global, notre valorisation (50% DCF et 50% comparables) ressort à 0,80€ 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	14,4	15,2	23,9	30,9
Excédent brut d'exploitation	-1,5	4,5	11,5	17,1
Résultat opérationnel courant	-4,4	1,5	8,5	14,1
Résultat opérationnel	-4,5	1,5	8,5	14,1
Résultat financier	-0,2	-0,5	-0,5	-0,2
Impôts	-0,7	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,1	0,1	0,1	0,1
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-5,3	1,1	8,2	14,0
Bilan (M€)	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	29,1	28,2	25,8	23,5
<i>dont goodwill</i>	19,0	19,0	19,0	19,0
BFR	0,2	0,7	1,1	1,7
Disponibilités + VMP	2,4	5,0	13,7	28,2
Capitaux propres	24,3	25,4	33,6	47,6
Emprunts et dettes financières	5,6	6,6	5,2	4,0
Total Bilan	36,1	37,2	45,3	59,2
Tableau de flux (M€)	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	-2,9	4,6	11,7	17,3
Variation de BFR	0,8	-0,4	-0,5	-0,5
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-1,7	4,2	11,2	16,7
Investissements opérationnels nets	-17,5	-2,0	-0,5	-0,6
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-17,5	-4,0	-1,0	-1,2
Augmentation de capital	3,2	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	11,5	1,0	-1,4	-1,3
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	14,8	1,0	-1,4	-1,3
Variation de trésorerie	-4,4	1,2	8,9	14,2
Ratios (%)	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	101,4%	5,0%	57,4%	29,4%
Marge EBE	-10%	30%	48%	55%
Marge opérationnelle courante	-30%	10%	36%	46%
Marge opérationnelle	-31%	10%	36%	46%
Marge nette	-37%	7%	34%	45%
Investissements opérationnels nets/CA	121%	13%	2%	2%
BFR/CA	2%	4%	5%	5%
ROCE	-11%	5%	32%	56%
ROCE hors GW	-31%	15%	107%	227%
ROE	-22%	4%	24%	29%
Payout	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	13%	7%	-25%	-51%
Dettes nette/EBE	-2,2	0,4	-0,7	-1,4
EBE/charges financières	8,3	9,7	25,0	75,3
Valorisation	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	294,4	294,4	294,4	294,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	10,0	294,4	294,4	294,4
Cours (moyenne annuelle en euros)		0,4	0,4	0,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	124,4	124,4	124,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	3,3	1,7	-8,5	-24,2
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-1,2	-1,3	-1,4	-1,6
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	4,4	127,4	117,4	101,8
PER	ns	110,6	15,2	8,9
VE / EBE	ns	28,0	10,0	5,8
VE / ROC	ns	86,6	13,6	7,1
VE / CA	0,5	8,3	4,8	3,2
P/B	0,2	4,9	3,7	2,6
Données par action (€)	2022	2023	2024	2025
Bnpa	-0,56	0,00	0,02	0,04
Book value/action	0,1	0,1	0,1	0,2
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00

Annexe

Bewellthy

Cette joint-venture, comme nous l'avons annoncé précédemment est le fruit d'une association entre deux entités. D'une part on retrouve BewellConnect, filiale de Visiomed spécialisé dans les solutions de médecine connectée et de téléconsultations innovantes. Proposant des solutions innovantes, BewellConnect est une société de référence dans le domaine de la téléconsultation. D'autre par Whealthy Care Solutions (WCS), qui détient les titres de Bewellthy au travers d'une holding dénommé Medsco Invest, est une société spécialisée dans la commercialisation de produits et services connecté formant un écosystème de technologies innovantes.

La création de Bewellthy permet d'allier deux sociétés ayant des ambitions et des complémentarités fortes sous une même vision stratégique. Ainsi, cette coentreprise devrait permettre d'exploiter des synergies commerciales, technologiques, médicales, géographiques et humaines par les ressources complémentaires et la vision commune de développement des deux entités.

BewellConnect détient à ce jour 49,88% du capital de Bewellthy, contre 50,12% pour WCS, et n'a plus de rôle à jouer dans la gouvernance de cette joint-venture.

Connectivité permise par BewellConnect



Source : société

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 07/06/2023

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 Visiomed 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