

**Rapport sur le projet de modification des caractéristiques des BSA
Diagnostic Medical Systems émis le 19 décembre 2014**

Le 5 février 2016

SOMMAIRE

I.	Missions et moyens	3
II.	Caractéristiques des BSA et évolution du capital de DMS.....	5
III.	L'action sous-jacente.....	6
	III.A. Présentation de DMS.....	6
	<i>III.A.1. Historique.....</i>	6
	<i>III.A.2. Activités</i>	7
	<i>III.A.3. Analyse financière et stratégique</i>	7
	<i>III.A.4. Actionnariat.....</i>	9
	III.B. Historique de cours et volumes échangés de l'action DMS et du BSA	10
	<i>III.B.1. L'action DMS.....</i>	10
	<i>III.B.2. Les BSA DMS.....</i>	11
IV.	Valorisation des BSA et éventuels transferts de richesse	12
	IV.A. Méthodologie et paramètres de valorisation	12
	<i>IV.A.1. La maturité résiduelle.....</i>	13
	<i>IV.A.2. Le cours de référence de l'action sous-jacente</i>	13
	<i>IV.A.3. La volatilité de l'action sous-jacente.....</i>	13
	<i>IV.A.4. Le taux de rendement en dividendes de l'action sous-jacente.....</i>	14
	<i>IV.A.5. Le taux de prêt-emprunt de titre de l'action sous-jacent.....</i>	14
	<i>IV.A.6. Le taux sans risque.....</i>	14
	<i>IV.A.7. La dilution.....</i>	15
	IV.B. Valorisation des BSA au 20 janvier 2016, avant l'annonce de la modification de leurs caractéristiques	15
	IV.C. Valorisation des BSA pour un porteur profitant ou non de la réduction temporaire du prix d'exercice.....	16
	IV.D. Transfert de richesse entre les actionnaires et les porteurs de BSA	16
V.	Conclusion de Détroyat Associés.....	18

I. Missions et moyens

Contexte

Le 19 décembre 2014, Diagnostic Medical Systems S.A. (ci-après « DMS » ou la « Société ») a procédé à une augmentation de capital par l'émission de 49 154 704 actions à bons de souscription (ci-après les « ABSA ») au prix de 0,17 € soit un montant brut de 8 356 300 €. Cette opération s'inscrivait dans le cadre de l'acquisition par la Société d'une participation majoritaire dans Alpha M.O.S., société d'instrumentation analytique spécialisée dans l'analyse sensorielle de l'odeur, du goût et de la vision, réalisée en octobre 2014. Alpha M.O.S. avait alors procédé à deux augmentations de capital : une augmentation de capital de 5 M€ réservée à DMS, suivie d'une seconde augmentation de capital avec maintien du DPS, souscrite à hauteur de 1 M€ par DMS, soit un montant total investi de 6 M€ pour une participation de 72,9 % au capital de la Société.

Ce montant avait été financé par une émission obligataire, souscrite en totalité par BG Master Fund (ci-après « BGMF ») et venant à échéance le 29 décembre 2014. L'émission d'ABSA du 19 décembre 2014 avait ainsi pour principal objectif de permettre le remboursement de cet emprunt obligataire. Elle faisait l'objet d'un engagement de souscription de la part de BGMF portant sur les ABSA non souscrites, dans la limite de 75% du montant de l'augmentation de capital. Cet engagement n'a finalement pas été utilisé.

Dès leur émission, les bons de souscription d'action (ci-après les « BSA ») ont été détachés des actions émises et ont fait l'objet d'une cotation sur le marché réglementé d'Euronext Paris. Celle-ci a débuté le 26 décembre 2014, sous le code ISIN FR0012314623.

Cadre d'intervention de Détroyat Associés

La Conseil d'administration de la Société propose au vote de l'assemblée générale mixte des actionnaires (ci-après « l'AGM des actionnaires ») et de l'assemblée générale extraordinaire des porteurs de BSA (ci-après « l'AGE des porteurs de BSA ») la modification temporaire de certaines de leurs caractéristiques, à savoir la réduction du prix d'exercice des BSA de 0,20 € à 0,18 € pendant une durée de 20 jours ouvrés maximum, ainsi que le rétablissement du prix d'exercice des BSA encore en circulation à l'issue de cette période à leur prix initial soit 0,20 €. L'objectif de cette opération consiste à financer l'accélération de l'activité de la Société et son développement international.

Le 20 janvier 2016 après-bourse, la Société a publié un communiqué de presse annonçant le projet de modification des caractéristiques des BSA. L'AGM des actionnaires et l'AGE des porteurs de BSA se dérouleront le 29 février 2016, sur première convocation, ou le 14 mars 2016, sur seconde convocation. L'AGM des actionnaires se prononcera également sur le regroupement des actions composant le capital de la Société, à raison de 10 actions contre une action nouvelle.

La Société a mandaté Détroyat Associés en tant qu'expert indépendant afin d'attester du caractère équitable de la proposition de modification temporaire des caractéristiques des BSA en effectuant leur évaluation.

Indépendance

Détroyat Associés confirme ne pas avoir de conflits d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier. Ainsi, Détroyat Associés et ses salariés :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec la Société ou avec ses conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de la Société ou de ses actionnaires au cours des deux dernières années ;

- n'ont pas conseillé la Société, ou toute personne que la Société contrôle au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des deux dernières années ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite du projet, une créance ou une dette sur la Société, susceptible d'affecter leur indépendance ;
- ne se sont vus confier aucune mission – outre celle faisant l'objet de la présente Lettre de Mission – par la Société pour les mois à venir.

A titre d'information, Détroyat Associés est intervenu en tant d'expert indépendant dans le cadre de l'augmentation de capital réservée réalisée en septembre 2014 par Alpha M.O.S. au profit de DMS.

En conséquence, Détroyat Associés remplit les critères d'indépendance requis pour effectuer cette mission.

Avertissement

Les informations utilisées pour la réalisation de nos travaux ont soit été fournies par DMS et ses conseils, soit étaient publiques. Le présent rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable de la proposition de modification temporaire des caractéristiques des BSA ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires et des porteurs de BSA.

II. Caractéristiques des BSA et évolution du capital de DMS

A leur émission en décembre 2014, les principales caractéristiques des BSA émis par la Société sont présentées dans le Tableau 1.

Tableau 1 : Principales caractéristiques des BSA à l'émission

Droits attachés aux BSA à l'émission	
Code ISIN	FR0012314623
Date d'émission	19-déc.-14
Date de première cotation	26-déc.-14
Date de début de la période d'exercice	24-déc.-14
Date de fin de la période d'exercice	24-juin-17
Parité d'exercice	1,00
Prix d'exercice	0,20 €
Nombre de BSA émis	49 154 704
Produit brut de l'exercice de l'intégralité des BSA émis	9 830 941 €
Nombre d'actions à l'émission des BSA (y.c. actions nouvelles)	128 173 890
Nombre d'actions potentielles résultant de l'exercice des BSA	49 154 704
<i>en % du capital de la Société post exercice des BSA</i>	<i>27,7%</i>

Sources : Informations publiques, prospectus d'émission des BSA

Le 20 avril 2015, la Société a procédé à une augmentation de capital réservée par voie de placement privé pour un montant de 2,3 M€, soit 12 821 525 actions nouvelles émises au prix unitaire de 0,18 €. Des investisseurs privés, dont BGMF, ont souscrit à hauteur de 1,0 M€ à l'opération. Le solde des actions émises a été souscrit par Jean-Paul Ansel, Président du conseil d'administration, et Samuel Sancerni, Directeur général délégué. Préalablement à cette opération, 41 365 BSA avaient été exercés, représentant 0,08% des BSA émis et 0,03% du capital de la Société post-exercice. A l'issue de cette opération, 49 113 339 BSA étaient encore en circulation, représentant 25,83% du capital de la Société post-exercice.

Le 19 novembre 2015, la Société a finalisé l'acquisition de Stemcis, société de biotechnologie innovante spécialisée dans les solutions médicales utilisant le tissu adipeux. Cette opération, sous la forme d'apports en nature, a été financée par une augmentation de capital réservée aux actionnaires de Stemcis de 2,3 M€, soit 9 165 192 actions nouvelles émises au prix unitaire de 0,25 €. Préalablement à cette opération, 2 788 851 BSA supplémentaires avaient été exercés, représentant 5,67% des BSA émis et 1,94% du capital de la Société post-exercice. A l'issue de cette opération, 46 324 488 BSA étaient encore en circulation, représentant 23,24% du capital de la Société post-exercice.

Ces deux augmentations de capital ayant été réalisées avec suppression du droit préférentiel de souscription (ci-après le « DPS ») aux actionnaires, celles-ci n'ont pas donné lieu à un ajustement des conditions d'exercice des BSA.

Au 29 janvier 2016, suite à l'exercice 79 562 BSA supplémentaires, 46 244 926 BSA étaient encore en circulation, représentant 23,20 % du capital de la Société post-exercice (sur la base des 153 070 385 actions déjà émises) et une augmentation de capital potentielle de 9,2 M€. A cette date, G.S.E. Holding, holding de M. Jean-Paul Ansel, PDG de la Société (cf. III.A.4), détenait 2 207 322 BSA.

La Société souhaite proposer au vote de l'assemblée extraordinaire des porteurs de BSA, puis à celui de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, une résolution portant sur la réduction du prix d'exercice des BSA de 0,20 € à 0,18 € pendant une durée de 20 jours ouvrés maximum, ainsi que le rétablissement du prix d'exercice des BSA encore en circulation à l'issue de cette période à leur prix initial soit 0,20 €.

III. L'action sous-jacente

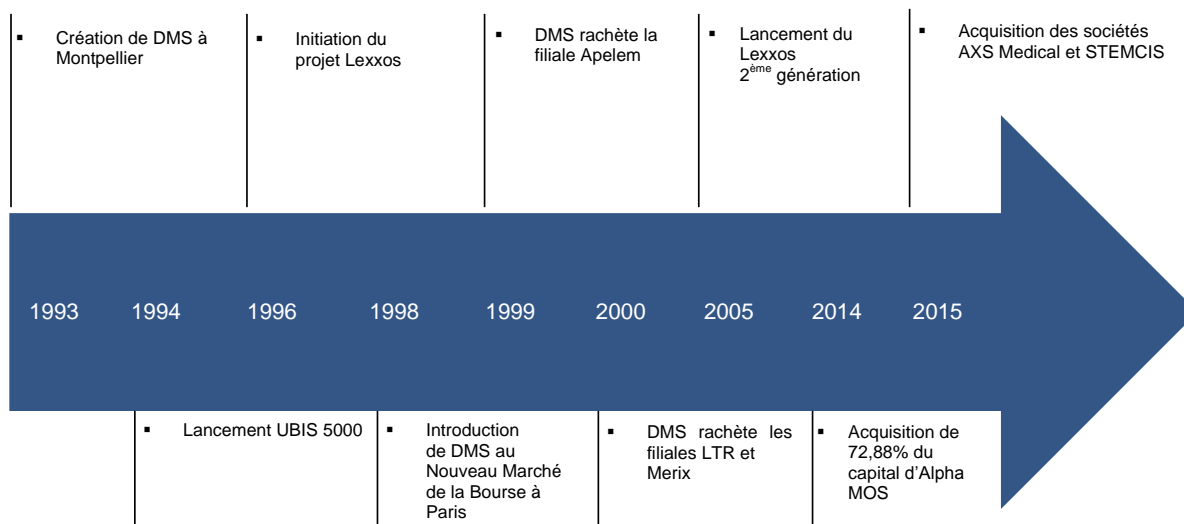
III.A. Présentation de DMS

III.A.1. Historique

DMS a été créée en 1994 à Montpellier par Antoine Rabaste pour se lancer dès l'année suivante sur le marché de l'ostéodensitométrie à ultrasons, avec le lancement de l'UBIS 5000. En 1996, la Société initie le projet Lexxos, un ostéodensitomètre révolutionnaire bi-dimensionnel, et signe un contrat d'exclusivité avec le CEA/Leti pour le développement de ce projet. Deux années plus tard, DMS est introduite au Nouveau Marché de la Bourse de Paris et commence une phase de croissance externe avec le rachat des sociétés Apelem en 1999 et LTR et Merix en 2000. En 2001, la Société propose son produit Lexxos à l'international avant de lancer la deuxième génération en 2005. A la fin de la décennie, Jean-Paul Ansel est nommé Président du Conseil d'Administration.

En 2014, DMS reprend son processus de croissance externe avec l'acquisition de 72,88% du capital de la société Alpha M.O.S, qui crée en mars 2015 BOYD Sense, filiale dédiée aux micro-capteurs. DMS acquiert également AXS Medical, spécialiste de l'image stéréo-radiographique et de la modélisation 3D appliquée à l'orthopédie, et finalise l'acquisition par apport d'actifs de Stemcis, spécialisée dans l'ingénierie tissulaire et cellulaire du tissu adipeux.

Graphique 1 : Historique de DMS depuis sa création

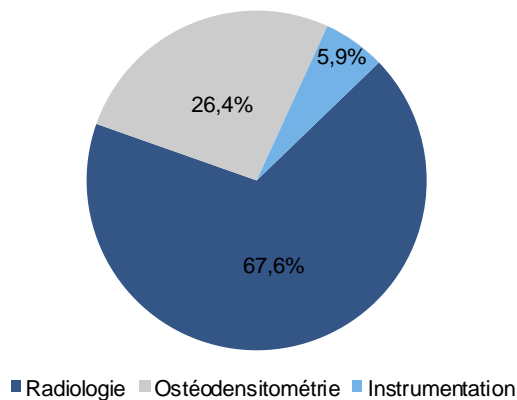


Source : Informations publiques

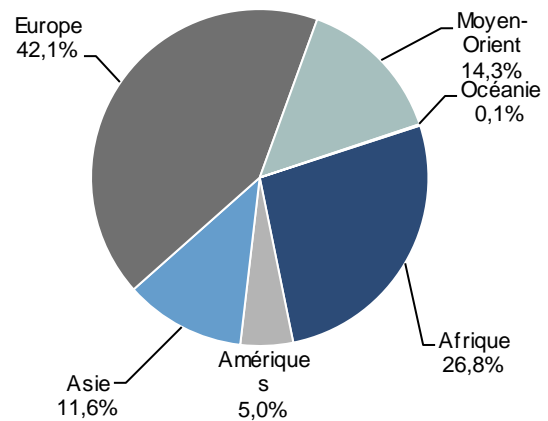
III.A.2. Activités

DMS conçoit, produit et commercialise des appareils d'imagerie médicale qui interviennent sur deux marchés : la radiologie, à travers sa filiale Apelem, et le diagnostic de l'ostéoporose. Les produits de DMS sont destinés au marché des hôpitaux, cliniques et radiologues, mais aussi celui des médecins spécialistes concernés par ces appareils (rhumatologues, orthopédistes, ...), voire celui des généralistes. Les graphiques 2 et 3 illustrent l'activité de DMS par secteurs et zone géographique.

Graphique 2 : Répartition sectorielle du chiffre d'affaires en 2014



Graphique 3 : Répartition du chiffre d'affaires 2014 par zone géographique

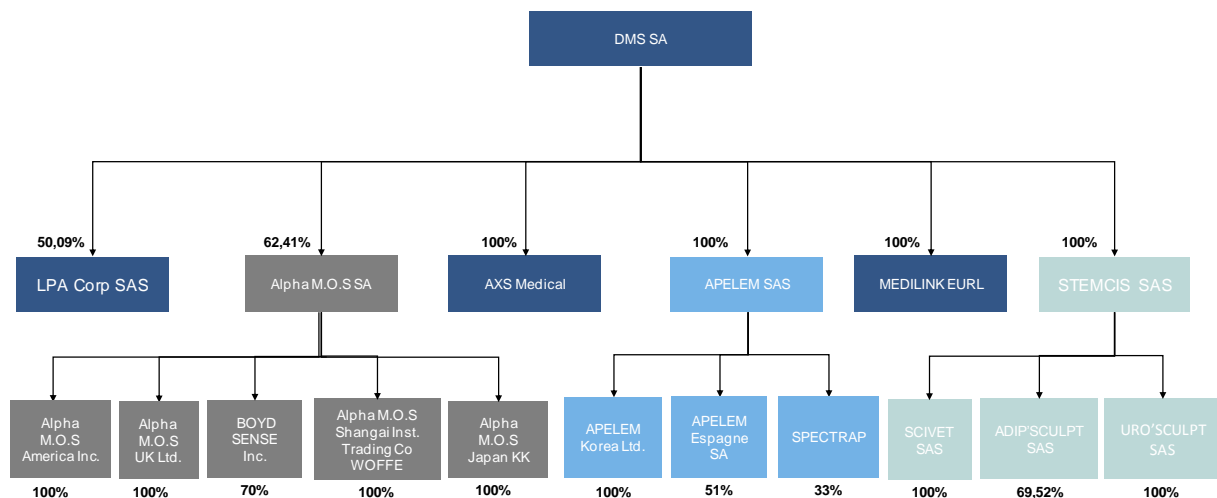


Source : Rapports Annuels

III.A.3. Analyse financière et stratégique

Organigramme

Graphique 4 : Organigramme de DMS au 31 décembre 2015

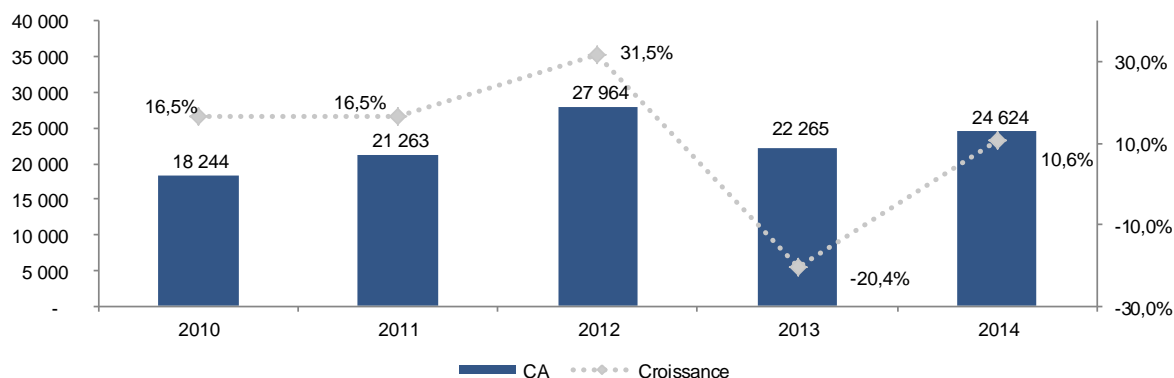


Source : Société

Chiffre d'affaires

Entre 2009 et 2012, le chiffre d'affaires de DMS a connu une progression constante, avec une forte hausse en 2012 s'expliquant par le succès rencontré par la table de radiologie Platinum et l'ostéodensitomètre Stratos DR, respectivement lancés en 2010 et 2011. En 2013, DMS a été confronté à des baisses d'activité dans trois pays, notamment en Russie, alors qu'en 2014, la Société a profité de la consolidation de la société Alpha M.O.S. A l'avenir, DMS mise sur une ouverture à l'international, en particulier aux Etats-Unis et en Chine, considérés comme des relais de croissance.

Graphique 5 : Evolution du chiffre d'affaires 2010-2014 (K€)

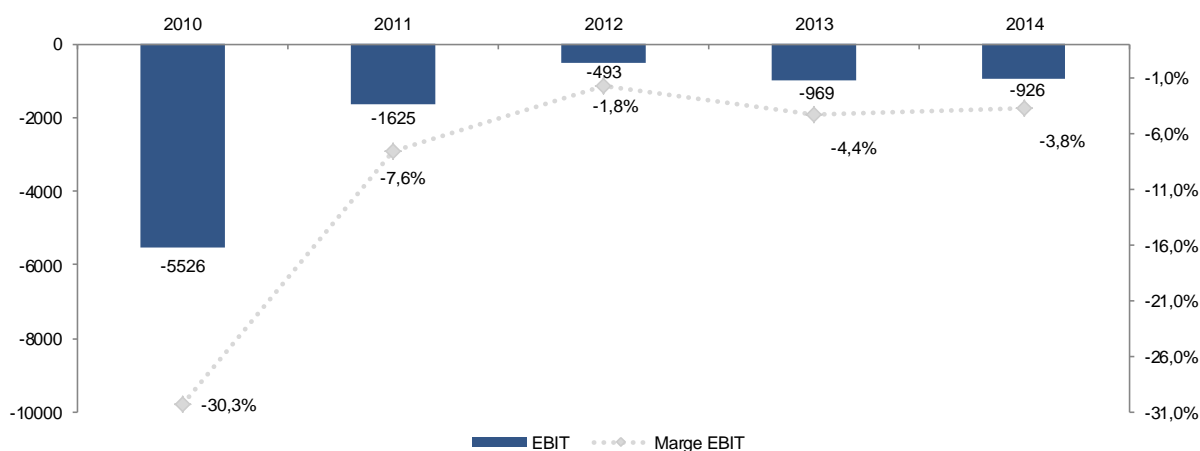


Source : Rapports Annuels

Marge opérationnelle

DMS n'est pas parvenue à afficher un résultat opérationnel positif sur la période 2010-2014. Cependant, la Société continue de poser les jalons de son développement futur en lançant de nouveaux produits, en diversifiant ses sources de revenus par une politique de croissance externe (Alpha M.O.S., AXS Medical, Stemcis, etc.) et en poursuivant son développement à l'international. Au premier semestre 2015, DMS a annoncé un chiffre d'affaires en hausse de +68%, dont +26% à périmètre constant. La Société a également réduit ses pertes opérationnelles à périmètre constant, de -880 K€ au premier semestre 2014 à -589 K€ au premier semestre 2015.

Graphique 6 : Evolution de la marge opérationnelle 2010-2014



Source : Rapports Annuels

Bilan consolidé

La Société a significativement renforcé ses fonds propres sur la période 2010-2014 au travers des différentes augmentations de capital ayant eu lieu en 2012, pour un montant de 5,2 M€, et en 2014, pour un montant de 8,4 M€. Cette dernière correspond à l'émission des ABSA effectuée dans le cadre de l'acquisition d'Alpha M.O.S., à l'origine des BSA traités dans ce rapport. L'augmentation de la survaleur au bilan de la Société entre 2013 et 2014 correspond également à cette acquisition.

Tableau 2 : Bilan consolidé 2010-2014

Bilan (K€)	2010	2011	2012	2013	2014
Immobilisations incorporelles	2 128	2 060	2 178	2 409	5 916
<i>dont survaleur</i>	973	973	973	973	3 416
Immobilisations corporelles	755	882	805	669	906
Stocks	6 166	6 466	6 573	7 055	7 087
Créances d'exploitation	6 894	9 678	8 220	8 124	14 844
Actif d'exploitation	15 943	19 086	17 776	18 257	28 753
Immobilisations financières	69	176	82	90	467
Trésorerie	5 620	1 810	5 300	5 220	10 175
Actif total	21 632	21 072	23 158	23 567	39 395
Fonds propres	11 059	8 798	13 875	13 378	20 403
Minoritaires	107	107	108	93	1 604
Provisions	97	96	103	164	1 584
Dettes financières nettes	(3 875)	744	(2 462)	(2 036)	(5 365)
Dettes financières brutes	1 745	2 554	2 838	3 184	4 810
Dettes d'exploitation	8 624	9 517	6 234	6 748	10 994
Passif total	21 632	21 072	23 158	23 567	39 395

Source : Rapports Annuels

III.A.4. Actionnariat

Au 31 décembre 2015, le capital de DMS était composé de 153 017 343 actions. Ce chiffre comprend les actions issues des augmentations de capital réservées réalisées en avril 2015 et novembre 2015, ainsi que les actions issues des 2 856 736 BSA exercés durant l'année. Le flottant représente 86,6% du capital et 84,7% des droits de vote de la Société.

Tableau 3 : Actionnariat du groupe DMS au 31 décembre 2015

Répartition du capital et des droits de vote	Capital		Droits de vote	
	Nombre d'actions	%	Total droits de vote	%
Jean-Paul ANSEL	2 351 692	1,5%	2 351 819	1,5%
G.S.E. Holding	14 930 828	9,8%	18 482 032	11,8%
Sous-total Ansel/G.S.E	17 282 520	11,3%	20 833 851	13,3%
Samuel SANCERNI	3 020 606	2,0%	3 020 606	1,9%
See-Nuan SIMONYI	182 000	0,1%	182 000	0,1%
Jean-Christophe MIFSUD	100	0,0%	100	0,0%
Public	132 532 117	86,6%	132 660 032	84,7%
TOTAL	153 017 343	100,0%	156 696 589	100,0%

Source : Société

III.B. Historique de cours et volumes échangés de l'action DMS et du BSA

III.B.1. L'action DMS

L'action DMS est cotée à la Bourse de Paris depuis 1998, au sein du compartiment C dédié aux *small caps*. Le Graphique 7 représente l'évolution du cours de l'action DMS depuis 2013.

Graphique 7 : Evolution du cours de l'action DMS et des volumes échangés depuis 2013



Source : Bloomberg

Le cours de l'action DMS est corrigé des augmentations de capital avec maintien du DPS ayant eu lieu en mai 2012 et décembre 2014. Le Tableau 4 permet d'appréhender la liquidité de l'action DMS au travers des volumes échangés sur une année au 20 janvier 2016, avant la publication du communiqué de la Société annonçant le projet de modification des caractéristiques des BSA et de regroupement des actions.

Tableau 4 : Volumes échangés sur l'action DMS au 20 janvier 2016

Analyse de liquidité

Date	Cours moy. pondéré (€)	Nbre moyen d'actions échangées / jour ('000)	/ # total d'actions (%) (*)	/ % du flottant (%) (**)	Nbre cumulé d'actions échangées ('000)	/ # total de titres (%) (*)	/ % du flottant (%) (**)
20-janv.-16	0,242	490	0,32%	0,40%	490	0,32%	0,40%
Moy. 10 séances	0,254	578	0,38%	0,47%	5 785	3,78%	4,69%
Moy. 1 mois	0,257	655	0,43%	0,53%	13 755	8,99%	11,15%
Moy. 3 mois	0,254	529	0,35%	0,43%	33 344	21,79%	27,03%
Moy. 6 mois	0,250	630	0,41%	0,51%	79 340	51,84%	64,33%
Moy. 12 mois	0,233	1 035	0,68%	0,84%	260 904	170,47%	211,53%
Plus haut 12 mois	0,277						
			Date : 24-juil.-15				
Plus bas 12 mois	0,180						
			Date : 10-déc.-14				

(*) sur la base du nombre total d'actions (152,99 millions d'actions) (**) sur la base du flottant (123,34 millions d'actions)

Sources : Bloomberg

Les volumes quotidiens échangés sur l'action DMS sont assez importants : sur une année glissante au 20 janvier 2016, 206,9 millions d'actions DMS ont été échangées, soit 170,5 % du nombre d'actions de la Société et 211,5 % du flottant. Dans le cadre de son modèle Trival, Associés en Finance calcule de montants absorbables sur les sociétés de son échantillon, qui correspondent au montant pouvant être échangé sans susciter un décalage du cours de l'action supérieur à +/- 1 %. Au 31 décembre 2015, il s'élève à 20 427 € pour l'action DMS, soit 77 849 actions.

Cependant, le Graphique 7 rend compte de l'évolution par palier du cours de l'action DMS : en effet, l'action de la Société, qui cote à un prix inférieur à 1 €, est considérée comme un *penny stock*. L'évolution du cours de l'action subit ainsi l'incidence du pas de cotation ou *tick size*, fixé par Euronext à 0,01 € pour l'action de la Société, soit 4,0 % du cours de clôture de l'action au 20 janvier 2016. A un instant donné, la fourchette de cotation ne peut donc être inférieure à ce pas de cotation. Sa taille par rapport à la valeur de l'action amène certains investisseurs à chercher à se positionner sur les meilleures limites à la vente et à l'achat, afin de profiter des mouvements du titre pour réaliser de faibles gains. L'impact sur la liquidité de l'action DMS est double : en plaçant des ordres en carnet, ils apportent de la liquidité aux autres porteurs d'actions, qui auront plus de facilité à exécuter un ordre sur des volumes importants. Le pendant de cette stratégie réside dans la difficulté des autres porteurs à atteindre les meilleures limites du carnet, ce qui les incite à passer des ordres « au marché », quitte à concéder un *tick* sur la vente ou l'achat de leurs actions. Ainsi, un acheteur/vendeur d'actions DMS bénéficiera de la profondeur du carnet d'ordres, mais pâtira de l'importance relative de la fourchette par rapport au prix de l'action, celle-ci ne pouvant structurellement pas être réduite à moins d'un *tick*.

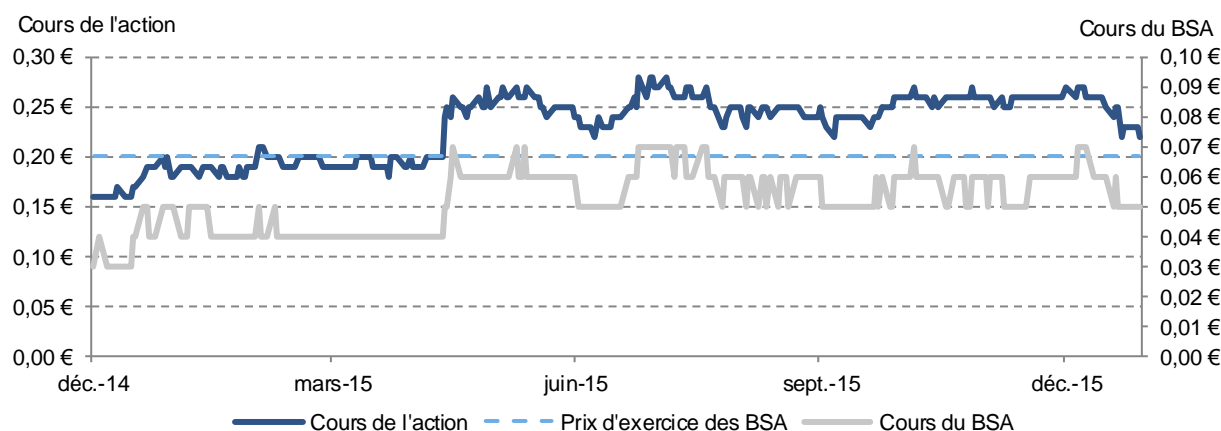
Dans son communiqué du 20 janvier 2016 post-bourse relatif au projet de modification des caractéristiques des BSA, la Société a également annoncé proposer à l'AGM des actionnaires un regroupement des actions, à raison de 10 actions pour une action nouvelle. Si cette résolution venait à être votée, elle permettrait de diminuer la taille relative du *tick* et de la fourchette par rapport au cours de l'action, mais pourrait également réduire la profondeur du carnet d'ordres.

Au 29 janvier 2016, le cours moyen pondéré des volumes (ci-après « VWAP ») s'établit à 0,215 €, en baisse de -11,3 % par rapport au cours moyen pondéré des volumes au 20 janvier 2016.

III.B.2. Les BSA DMS

Les BSA sont cotés sur le marché réglementé d'Euronext Paris depuis le 26 décembre 2014. Le Graphique 8 représente l'évolution des cours moyen pondérés des volumes quotidiens du BSA et de l'action DMS depuis cette date.

Graphique 8 : Evolution du cours du BSA et de l'action DMS depuis le 26 décembre 2014



Source : Bloomberg

Après que le cours de l'action DMS a été épisodiquement supérieur au prix d'exercice du BSA au début de l'année 2015, les BSA sont désormais dans la monnaie depuis le 13 mai 2015, soit depuis 179 séances de bourse consécutives au 20 janvier 2016. Un seul BSA ayant été échangé lors de la séance du 20 janvier 2016 (au cours de 0,054 €), le cours du BSA avant publication du communiqué de presse est considéré au 19 janvier 2016 (71 528 BSA échangés pour un VWAP de 0,055 € et un cours de clôture de 0,06 €). Le Tableau 5 permet d'appréhender la liquidité du BSA au travers des volumes échangés sur une année à cette date.

Tableau 5 : Volumes échangés sur le BSA au 19 janvier 2016

Analyse de liquidité

Date	Cours moy. pondéré (€)	Nbre moyen de BSA échangées / jour ('000)	/ # total de BSA (%) (*)	Nbre cumulé de BSA échangées ('000)	/ # total de BSA (%) (*)
19-janv.-16	0,056	72	0,15%	72	0,15%
Moy. 10 séances	0,063	276	0,60%	2 758	5,96%
Moy. 1 mois	0,061	223	0,48%	4 684	10,12%
Moy. 3 mois	0,058	197	0,43%	12 399	26,80%
Moy. 6 mois	0,059	364	0,79%	45 909	99,22%
Moy. 12 mois	0,052	804	1,74%	202 576	437,84%
<i>Plus haut 12 mois</i>	<i>0,077</i>		<i>Date : 24-juil.-15</i>		
<i>Plus bas 12 mois</i>	<i>0,025</i>		<i>Date : 13-janv.-15</i>		

(*) sur la base du nombre total de BSA DMS (46,27 millions de BSA)

Source : Bloomberg

Les BSA font également l'objet d'échanges quotidiens particulièrement importants : sur une année glissante au 19 janvier 2016, 202,6 millions de BSA ont été échangées, soit 437,8 % du nombre de BSA en circulation. De plus, les BSA bénéficient d'un *tick* de cotation de 0,001 €, soit 1,7 % du cours de clôture du BSA au 19 janvier 2016, alors que celui de l'action DMS représente 4,0 % de son cours.

Au 29 janvier 2016, le cours moyen pondéré des volumes du BSA s'établit à 0,052 €, en baisse de -5,9 % par rapport au cours moyen pondéré des volumes au 19 janvier 2016, avant la publication du communiqué de presse.

IV. Valorisation des BSA et éventuels transferts de richesse

IV.A. Méthodologie et paramètres de valorisation

La valeur des BSA dépend de leurs caractéristiques (prix d'exercice, période d'exercice, parité d'exercice) et d'un certain nombre de paramètres de marché. La valorisation intrinsèque des BSA émis par DMS en décembre 2014 nécessite l'estimation des paramètres suivants :

- La maturité résiduelle ;
- Le cours de référence de l'action sous-jacente ;
- La volatilité de l'action sous-jacente ;
- Le taux de rendement en dividendes de l'action sous-jacente ;
- Le taux de prêt-emprunt de titre de l'action sous-jacente ;
- Le taux sans risque ;
- La dilution.

Le modèle binomial est utilisé pour procéder à la valorisation intrinsèque des BSA. Par sa flexibilité, il est le plus adapté pour s'approcher au mieux de l'ensemble de leurs caractéristiques. Il permet notamment de prendre en compte la possibilité d'exercice à tout moment du droit à la souscription d'une action nouvelle (BSA de type américain) et la dilution engendrée par leur exercice.

IV.A.1. La maturité résiduelle

Les BSA sont exerçables jusqu'au 24 juin 2017. Une première valorisation est effectuée au 20 janvier 2016, avant que les cours de l'action DMS et du BSA ne soient impactés par la publication du communiqué annonçant le projet de modification des caractéristiques des BSA et de regroupement des actions. Au 20 janvier 2016, la maturité résiduelle des BSA est de 1,43 année ou 74 semaines.

Le calendrier prévisionnel prévoit la tenue de l'AGE des porteurs de BSA et de l'AGM des actionnaires le 19 février 2016, sur première convocation, ou le 14 mars 2016, sur seconde convocation. La modification temporaire du prix d'exercice des BSA étant prévue pour entrer en vigueur dans les 48h suivant les votes des assemblées, et être effective pour une durée de 20 jours ouvrés maximum, les porteurs seront en capacité de juger de l'opportunité ou non de profiter de la réduction du prix d'exercice pour exercer leurs BSA à la veille de la fin de cette période. La valorisation des BSA est donc également effectuée au 1^{er} avril 2016, soit une maturité résiduelle de 1,23 année ou 64 semaines.

IV.A.2. Le cours de référence de l'action sous-jacente

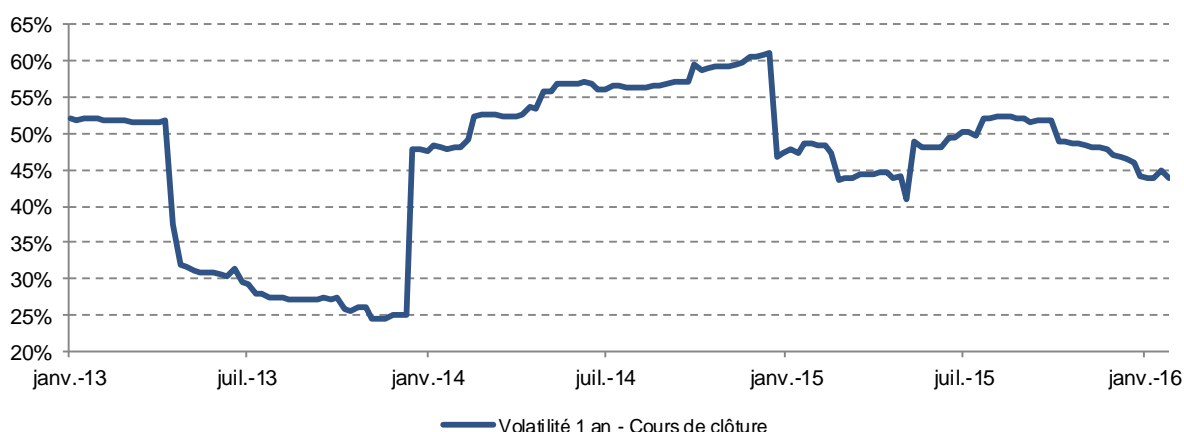
Au 20 janvier 2016, le cours de clôture de l'action DMS s'établit à 0,25 € et le cours moyen pondéré des volumes sur la journée s'établit à 0,242 €. En moyenne sur 3 mois, le cours moyen pondéré des volumes s'établit à 0,254 € et à 0,250 € sur 6 mois. Le cours de référence de l'action sous-jacente utilisé pour la valorisation des BSA avant l'annonce de la modification de leurs caractéristiques est de 0,25 €, qui correspond également au prix de la dernière augmentation de capital de la Société.

Compte tenu de l'incertitude concernant le cours de l'action DMS au 1^{er} avril 2016, la valorisation des BSA suite aux votes des assemblées générales (AGM des actionnaires et AGE des porteurs de BSA) est effectuée pour une fourchette de cours de l'action sous-jacente comprise entre 0,22 €, point bas en clôture depuis le début de l'année 2016 (au 29 janvier 2016), et 0,27 €, point haut en clôture depuis le début de l'année 2016 (au 29 janvier 2016), et une valeur centrale de 0,25 €.

IV.A.3. La volatilité de l'action sous-jacente

L'analyse du cours de l'action DMS et du BSA a mis en exergue les conséquences du *tick* sur les échanges boursiers. Sur la base du cours de clôture au 20 janvier 2016 de 0,25 €, la variation minimale du cours de l'action de +/- 0,01 € représente +/- 4 %. Cette situation génère une volatilité supplémentaire du cours de l'action DMS, qui s'explique en partie par cet aspect structurel de la cotation du titre, et peut être qualifiée de technique ou règlementaire.

Graphique 9 : Evolution des volatilités hebdomadaires sur 1 an de l'action DMS depuis 2013



Source : Bloomberg

La volatilité sur 1 an du cours de l'action DMS, qui était proche de 60 % au début de l'année 2015 suite à la forte baisse du cours depuis son plus haut niveau de février 2014, s'est stabilisée au cours de l'année. Calculée sur les cours de clôture, la volatilité sur 1 an glissant a évolué entre 41 % et 52 % sur la dernière année. Au 20 janvier 2016, la volatilité sur 1 an glissant s'établit à 45 % sur la base des cours de clôture. La volatilité de référence de l'action sous-jacente utilisée pour la valorisation des BSA est de 45 %. Les valorisations sont également effectuées pour une fourchette de volatilité comprise entre 40 % et 50 %.

La résolution proposée au vote de l'AGM des actionnaires relative au regroupement des actions ne serait pas sans impact sur la volatilité de l'action : en effet, suite à la réduction de la taille relative du *tick* et de la fourchette par rapport au cours de l'action, la variation minimale de +/- 0,01 € (le *tick*) ne représenterait plus que +/- 0,4 % du cours de clôture de l'action au 20 janvier 2016, ce qui occasionnerait une baisse de la volatilité technique ou réglementaire.

IV.A.4. Le taux de rendement en dividendes de l'action sous-jacente

La Société n'a pas versé de dividendes au cours des trois derniers exercices et n'envisage pas d'adopter une politique de versement de dividendes réguliers. L'hypothèse d'un taux de rendement anticipé de 0 % sur l'ensemble de la durée de vie des BSA apparaît réaliste.

IV.A.5. Le taux de prêt-emprunt de titre de l'action sous-jacent

La valorisation des BSA consiste à considérer la mise en place d'une stratégie d'arbitrage nécessitant de procéder à des achats/ventes sur l'action sous-jacente. Compte tenu de la faible capitalisation boursière de la Société (38 M€ au 20 janvier 2016), un taux de prêt-emprunt de titre de 2,5 % est utilisé pour la valorisation des BSA.

IV.A.6. Le taux sans risque

Au 20 janvier 2016, le taux swap euro sur 1 an s'établit à -0,10 % et le taux swap euro sur 2 ans à -0,10 %. En moyenne sur trois mois, les taux swap euro sur 1 an et sur 2 ans s'établissent à -0,06 %. Le taux sans risque utilisé pour la valorisation des BSA au 20 janvier 2016 est de -0,06 %.

La valorisation des BSA au 1^{er} avril 2016 est effectuée compte tenu des dernières données sur les taux swap à 1 an et 2 ans. En moyenne sur 3 mois, ceux-ci s'établissent au 29 janvier 2016 à -0,07%, taux qui est utilisé pour la valorisation. Compte tenu des niveaux actuels des taux, la valorisation des BSA est peu sensible à ce paramètre.

IV.A.7. La dilution

Au 20 janvier 2016, les 46 267 618 BSA en circulation représentent 23,22 % du capital de la Société post-exercice. Compte tenu du dernier cours de clôture de l'action à 0,25 € et du prix d'exercice de 0,20 €, l'exercice de l'ensemble des BSA représenterait une dilution de -4,6 % pour un actionnaire de la Société. Pour un prix d'exercice réduit à 0,18 €, cette dilution serait portée à -6,5 %.

Cependant, il est usuel de penser qu'une partie de cette dilution a déjà été anticipée et intégrée par le marché dans les cours de l'action de la Société : en effet, au 20 janvier 2016, les BSA sont désormais continuellement dans la monnaie depuis le 12 mai 2015, soit 179 séances de bourse consécutives (cf. partie III.B. sur le cours de l'action et du BSA) et leur maturité résiduelle n'est plus que de 1,44 année. Ainsi, et en l'absence d'autres instruments dilutifs émis par la Société, aucune dilution supplémentaire ne sera appliquée au cours de l'action.

Dans l'actualisation de son document de référence 2014, déposé auprès de l'AMF en novembre 2015, la Société communique d'ailleurs sur un résultat par action calculé sur la base du nombre d'actions en circulation, mais également sur la base du nombre d'actions après dilution.

Au 29 janvier 2016, 22 692 BSA supplémentaires ont été exercés depuis la publication du communiqué de presse de la Société.

IV.B. Valorisation des BSA au 20 janvier 2016, avant l'annonce de la modification de leurs caractéristiques

La valorisation des BSA avant l'annonce de la modification de leurs caractéristiques est effectuée au 20 janvier 2016, compte tenu des paramètres discutés plus haut et d'une fourchette de volatilité comprise entre 40% et 50%.

Les résultats obtenus sont synthétisés dans les Tableaux 6,7 et 8.

Tableau 6 : Valorisation du BSA au 20 janvier 2016 pour une volatilité de 40 %		Tableau 7 : Valorisation du BSA au 20 janvier 2016 pour une volatilité de 45 %		Tableau 8 : Valorisation du BSA au 20 janvier 2016 pour une volatilité de 50 %	
Paramètres de valorisation		Paramètres de valorisation		Paramètres de valorisation	
Cours de l'action	0,25 €	Cours de l'action	0,25 €	Cours de l'action	0,25 €
Volatilité de l'action	40,00%	Volatilité de l'action	45,00%	Volatilité de l'action	50,00%
Taux de rendement de l'action	0,00%	Taux de rendement de l'action	0,00%	Taux de rendement de l'action	0,00%
Taux de prêt-emprunt de l'action	2,50%	Taux de prêt-emprunt de l'action	2,50%	Taux de prêt-emprunt de l'action	2,50%
Taux sans risque de marché	-0,06%	Taux sans risque de marché	-0,06%	Taux sans risque de marché	-0,06%
Prix d'exercice	0,20 €	Prix d'exercice	0,20 €	Prix d'exercice	0,20 €
Maturité résiduelle	1,44	Maturité résiduelle	1,44	Maturité résiduelle	1,44
Valorisation du BSA	0,067 €	Valorisation du BSA	0,072 €	Valorisation du BSA	0,077 €
Valeur intrinsèque	0,050 €	Valeur intrinsèque	0,050 €	Valeur intrinsèque	0,050 €
Valeur temps	0,017 €	Valeur temps	0,022 €	Valeur temps	0,027 €

Source : Détoyat Associés

La valeur intrinsèque des BSA correspond à la différence entre le cours de l'action DMS et le prix d'exercice du BSA. Elle est indépendante de la volatilité de l'action et s'établit à 0,05 € avant réduction du prix d'exercice.

La valeur temps correspond au supplément de valeur lié à la possibilité de conserver les BSA jusqu'à l'échéance. Elle est croissante de la volatilité de l'action DMS et s'établit dans une fourchette comprise entre 0,017 € et 0,027 € en fonction de la volatilité considérée.

Au 20 janvier 2016, la valorisation des BSA obtenue est légèrement supérieure au dernier cours coté de 0,06 €.

IV.C. Valorisation des BSA pour un porteur profitant ou non de la réduction temporaire du prix d'exercice

La valorisation des BSA pour un porteur ayant choisi de profiter ou non de la réduction temporaire du prix d'exercice a été effectuée au 1^{er} avril 2016, compte tenu des paramètres discutés plus haut, pour une volatilité comprise entre 40 % et 50 % et un cours de l'action DMS compris entre 0,22 € et 0,27 €.

La première situation analysée est celle d'un porteur de BSA ayant choisi de ne pas profiter de la réduction temporaire du prix d'exercice, afin de conserver la possibilité de les exercer jusqu'à leur échéance. Les résultats obtenus sont synthétisés dans le Tableau 9.

La seconde situation analysée est celle d'un porteur de BSA ayant choisi de profiter de la réduction temporaire du prix d'exercice, renonçant ainsi à la possibilité de les exercer jusqu'à l'échéance. Les résultats obtenus sont synthétisés dans le Tableau 10.

Tableau 9 : Valorisation du BSA au 1^{er} avril 2016 pour un porteur renonçant à la réduction temporaire du prix d'exercice

		Volatilité de l'action		
		40,0%	45,0%	50,0%
Cours de l'action	0,22 €	0,044 €	0,049 €	0,053 €
	0,25 €	0,065 €	0,069 €	0,074 €
	0,27 €	0,081 €	0,085 €	0,089 €

Tableau 10 : Valorisation du BSA au 1^{er} avril 2016 pour un porteur profitant de la réduction temporaire du prix d'exercice

		Volatilité de l'action		
		40,0%	45,0%	50,0%
Cours de l'action	0,22 €	0,040 €	0,040 €	0,040 €
	0,25 €	0,070 €	0,070 €	0,070 €
	0,27 €	0,090 €	0,090 €	0,090 €

Source : Détroyat Associés

Le porteur ayant choisi de ne pas profiter de la réduction temporaire du prix d'exercice des BSA bénéficie de leur valeur temps, qui correspond au supplément de valeur lié à la possibilité de conserver les BSA jusqu'à l'échéance. Pour un porteur renonçant à la réduction temporaire du prix d'exercice des BSA, leur valeur s'établit donc dans une fourchette comprise entre 0,044 € et 0,089 €.

La réduction temporaire du prix d'exercice vient augmenter la valeur intrinsèque des BSA, qui s'établit à 0,07 € pour un cours l'action DMS de 0,25 €. En contrepartie, le porteur ayant choisi de profiter de la réduction temporaire du prix d'exercice des BSA doit les exercer et ne peut donc bénéficier de leur valeur temps. Leur valorisation est alors indépendante de la volatilité de l'action. Pour un porteur profitant de la réduction temporaire du prix d'exercice des BSA, leur valeur s'établit donc dans une fourchette comprise entre 0,040 € et 0,090 €.

IV.D. Transfert de richesse entre les actionnaires et les porteurs de BSA

L'opération proposée par la Société aux porteurs de BSA et soumise au vote des actionnaires consiste en une proposition de rachat aux porteurs de la valeur temps de leur BSA. Chaque porteur qui choisirait d'exercer ses BSA pendant la période de réduction temporaire du prix d'exercice se verrait consentir un transfert de richesse de 0,20 € - 0,18 € = 0,02 €, contrebalancé par la disparition de la valeur temps de ses BSA. Le transfert de richesse entre les actionnaires de la Société et les porteurs de BSA se mesure donc à travers la différence entre la réduction de prix d'exercice consentie et la valeur temps résiduelle. Pour chaque niveau de volatilité et de cours de l'action DMS, il correspond également à la différence entre la valeur du BSA pour un porteur profitant de la réduction temporaire du prix d'exercice et pour un porteur y renonçant.

Les Tableaux 11 et 12 permettent de mesurer ce transfert de richesse compte tenu des paramètres discutés plus haut, pour une volatilité comprise entre 40 % et 50 % et un cours de l'action DMS compris entre 0,22 € et 0,27 €. Ils ont été établis sur la base du nombre de BSA et du nombre d'actions en circulation au 29 janvier 2016 (respectivement 46 244 926 BSA et 153 070 385 actions).

Tableau 11 : Transfert de richesse maximal entre les actionnaires et les porteurs de BSA au 1er avril 2016 (en K€)

		Volatilité de l'action		
		40,0%	45,0%	50,0%
Cours de l'action	0,22 €	-192,8 K€	-398,4 K€	-602,8 K€
	0,25 €	232,2 K€	30,1 K€	-174,4 K€
	0,27 €	433,4 K€	246,5 K€	58,5 K€

Tableau 12 : Transfert de richesse maximal entre les actionnaires et les porteurs de BSA au 1^{er} avril 2016 (en % de la capitalisation boursière)

		Volatilité de l'action		
		40,0%	45,0%	50,0%
Cours de l'action	0,22 €	-0,6%	-1,2%	-1,8%
	0,25 €	0,6%	0,1%	-0,5%
	0,27 €	1,0%	0,6%	0,1%

Source : Déstroyat Associés

Le transfert de richesse entre les actionnaires et les porteurs de BSA dépend du nombre de porteurs exerçant leur BSA pendant la période de réduction temporaire du prix d'exercice. Le transfert de richesse maximal entre les actionnaires et les porteurs de BSA est compris entre -602,8 K€ et 433,4 K€, soit entre -1,8 % et 1,0 % de la capitalisation boursière de la Société, pour une valeur centrale de 30,1 K€, soit 0,1% de la capitalisation boursière de la Société.

Au 29 janvier 2016, M. Jean-Paul Ansel, PDG de la Société, détient directement ou indirectement à travers sa holding G.S.E. Holding, 17 282 520 actions, soit 11,29 % des actions émises, et 2 207 322 BSA, soit 4,77 % des BSA émis. Il est affecté par l'opération au même titre que l'ensemble des actionnaires et que l'ensemble des porteurs de BSA. Son avantage se mesure par la différence entre son pourcentage de détention des BSA et son pourcentage de détention du capital, soit une différence de -6,52 %.

L'avantage consenti à M. Jean-Paul Ansel est compris entre -28 K€ et 39 K€, soit entre -0,1 % et 0,1 % de la capitalisation boursière de la Société, pour une valeur centrale de -2 K€, soit -0,01 % de la capitalisation boursière de la Société.

V. Conclusion de Détroyat Associés

Détroyat Associés a été mandaté par le Conseil d'administration de DMS afin d'attester du caractère équitable de la proposition de réduction temporaire du prix d'exercice des BSA en effectuant leur évaluation.

Cette résolution sera soumise au vote de l'assemblée générale extraordinaire des porteurs de BSA et de l'assemblée générale mixte des actionnaires, qui se tiendront le 29 février 2016 sur première convocation ou le 14 mars 2016 sur seconde convocation. Si cette résolution venait à être votée, elle serait effective pour une durée de 20 jours ouvrés maximum et prendrait effet dans la foulée. L'objectif de cette opération consiste à financer l'accélération de l'activité de la Société et son développement international.

Au 29 janvier 2016, 46 244 926 BSA sont encore en circulation, représentant 23,20 % du capital de la Société post-exercice (sur la base des 153 070 385 actions déjà émises) et, au prix d'exercice de 0,20 €, une augmentation de capital potentielle de 9,2 M€. Au prix d'exercice de 0,18 €, l'exercice de l'ensemble des BSA en circulation représenterait une levée de capital de 8,3 M€.

Le transfert de richesse entre les actionnaires et les porteurs de BSA occasionné par la réduction temporaire de leur prix d'exercice dépendra du cours de l'action DMS et de l'estimation de sa volatilité. Si l'ensemble des BSA encore en circulation venaient à être exercés durant la période de réduction temporaire du prix d'exercice, le transfert de richesse entre les actionnaires et les porteurs de BSA serait compris entre -602,8 K€ et 433,4 K€ selon les hypothèses retenues, soit entre -1,8 % et 1,0 % de la capitalisation boursière de la Société, pour une valeur centrale de 30,1 K€, soit 0,1% de la capitalisation boursière de la Société.

Compte tenu de la volatilité de l'action DMS, l'impact sur la capitalisation boursière de la Société est peu significatif, représentant moins d'une séance de bourse de variation du cours de l'action.

L'avantage consenti à M. Jean-Paul Ansel, PDG de la Société, se mesure par la différence entre son pourcentage de détention des BSA et son pourcentage de détention du capital, soit une différence de -6,52 %. Son avantage est compris entre - 28 K€ et 39 K€ selon les hypothèses retenues, soit entre -0,1 % et 0,1 % de la capitalisation boursière de la Société, pour une valeur centrale de -2 K€, soit -0,01 % de la capitalisation boursière de la Société.

Au regard de la capitalisation boursière de la Société, l'avantage consenti à M. Jean-Paul Ansel, PDG de la Société, n'est donc pas significatif.

La modification temporaire des caractéristiques des BSA proposée par le Conseil d'administration de la Société est donc équitable pour les actionnaires et les porteurs de BSA.

Fait à Paris, le 9 février 2016



Détroyat Associés