

AMA

Short-term pain for long-term gain

09/12/2021

La nouvelle success story des frères Guillemot

Dans la galaxie des sociétés lancées par les frères Guillemot (Ubisoft, Gameloft, Guillemot Corp.), AMA est la dernière à s'être cotée en bourse. Spécialiste des solutions de réalité assistée pour les secteurs des services, de l'industrie et du médical, la société s'est introduite en juillet dernier avec une levée de fonds de 38,2 M€ dont 14 M€ ont été souscrits par Guillemot Brothers. Portée par une ambition de développement mondial et l'essor du marché des solutions de réalité assistée, AMA se présente comme une société d'hyper-croissance. Même si l'histoire commence assez mal, avec un gros sales warning pour 2021, la société conserve des perspectives de développement extrêmement attractives qui devraient lui permettre de régulièrement doubler de taille au cours des prochaines années.

Le marché de la réalité assistée décolle

AMA a investi depuis des années dans la réalité assistée, grâce à l'appui financier de la famille Guillemot. Un investissement qui s'est réalisé très en amont de l'ouverture du marché, avec un usage de la réalité assistée longtemps limité aux directeurs Innovation des grands groupes et des POC comme seuls horizons commerciaux. Mais depuis 2 ans, l'adoption des solutions de réalité assistée progresse fortement et le marché est désormais mûr pour décoller, porté par l'investissement des grands groupes dans l'industrie 4.0 et la Digital Workplace. Pionnier sur le marché, AMA est très bien positionné pour surfer sur cette vague. Le marché adressable est immense et la société a déjà démontré qu'elle savait deployer à grande échelle ses solutions auprès de très grands comptes.

A quoi s'attendre ?

Le groupe a décidé, grâce aux fonds levés lors de l'IPO, d'accélérer ses investissements pour être capable de prendre une part importante du marché. Le groupe souhaite ainsi augmenter significativement ses effectifs en R&D et en S&M au cours des prochaines années. Ces investissements sont indispensables pour renforcer l'empreinte commerciale du groupe à travers le monde (AMA commercialise déjà ses solutions grâce à une force de vente directe implantée dans une dizaine de pays) et améliorer encore l'interopérabilité, la sécurité, les fonctionnalités et les cas d'usage de sa plateforme XpertEye. Ces investissements pèseront lourdement sur la rentabilité du groupe sur 2021-2023. Ils devraient en revanche conduire à une croissance très forte du CA lui permettant d'atteindre d'ici 4-5 ans une taille critique qui sera génératrice d'un fort levier opérationnel.

Initiation à l'ACHAT avec un OC de 4 €

Depuis l'IPO, le titre est en fort recul, logiquement impacté par le sales warning émis lors de la publication du CA T3. Nous anticipons que le retour à un rythme de croissance élevé à partir du S2 2022 devrait permettre au titre de rebondir significativement. La croissance sera portée à la fois par le déploiement à grande échelle des solutions du groupe et par la récurrence des revenus SaaS, qui permettra de capitaliser sur les ventes passées. Le rebond du CA devrait conduire à une appréciation des multiples de valorisation, dont l'ampleur sera elle-même conditionnée à l'envergure et à la pérennité du rebond du CA. Pariant sur la capacité du groupe à retrouver une trajectoire d'hyper croissance dès le S2 2022, nous anticipons une appréciation significative des multiples de CA. Nous initions la couverture du titre à l'Achat avec un OC de 4 €.

ACHAT

Objectif de cours : 4 €

Potentiel : +66%

Infos marché

Secteur	Software
Cours (€)	2.40
Capitalisation (M€)	53.9
Marché	Euronext Growth
Bloomberg	ALAMA FP

Actionnariat

Famille Guillemot	79.0%
Salariés	3.4%
Nominatifs	1.2%
Flottant	16.4%

M€ (31/12)	2020	2021e	2022e	2023e
CA (M€)	6.4	6.7	12.6	24.2
Var	263.4%	4.0%	89.1%	91.0%
ROC	-7.3	-9.7	-9.7	-7.3
en % du CA	ns	ns	ns	ns
RNpg	-7.4	-10.0	-10.0	-7.6
BNPA dilué €	-0.19	-0.52	-0.44	-0.34
Var. BNPA	ns	ns	ns	ns
Dividende (€)	0.00	0.00	0.00	0.00
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF	-9.3	-10.7	-13.1	-11.9
ROCE	ns	ns	ns	ns
VE/CA (x)		4.8	3.6	2.4
VE/ROC (x)		ns	ns	ns
PER (x)		ns	ns	ns
Dette fin. Nette	2.5	-21.5	-8.1	4.1
Gearing	41%	-69%	-38%	31%

Estimations TP ICAP Midcap

Prochain évènement : CA T4 - 31/01/2022

Historique des recommandations

Date	
9/12/2021	Achat

Analyste : Jean-Pierre Tabart
 Email : jptabart@midcap.com
 Tel : (+) 33 1 78 95 71 60

Table des matières

AMA OVERVIEW	2
LA GENESE D'AMA	4
QUEL EST L'INTERET DE LA REALITE ASSISTEE ?	5
QUEL SONT LES ATOUTS D'AMA ?	6
QUEL EST LE MODELE ECONOMIQUE DU GROUPE ?	7
UN MARCHÉ ENFIN PRÊT POUR DÉCOLLER	10
QUELS SONT LES LEVIERS DE CROISSANCE ?	12
QUEL LEVIER ATTENDRE SUR LES RESULTATS ?	15
FOCUS SUR LE FINANCEMENT DU GROUPE	18
VALORISATION	20
ANNEXES	22
DONNEES FINANCIERES	25
DISCLAIMER	27

AMA Overview

Description

Le Groupe Ama est un éditeur et intégrateur de solutions logicielles favorisant le travail collaboratif et un fournisseur de solutions d'assistance à distance avancées hautement sécurisées sur appareils connectés. Le Groupe Ama propose ainsi une solution XpertEye qui offre des applications de réalité assistée, de gestion dynamique de workflows et de planification en ligne. En les associant à des lunettes connectées ou tout autre source caméra (endoscope, microscope, dermatoscope...), ces solutions innovantes permettent aux experts et techniciens sur site de partager des données et connaissances en temps réel et rendent ainsi l'assistance à distance plus simple et plus efficace pour les utilisateurs. Elles répondent à un défi croissant de digitalisation des structures souhaitant gagner en productivité et compétitivité dans des domaines variés allant de la téléassistance à la télémaintenance, en passant par le contrôle qualité et la formation.

SWOT Analysis

Strengths

- Track-record des Guillemot dans le développement de technologies d'avant-garde et le développement de sociétés
- Positionnement de pionnier dans la réalité assistée
- Pénétration commerciale réussie auprès des très grands comptes
- Grande proximité clients grâce à une R&D orientée sur les besoins des clients

Weaknesses

- Incertitude sur le calendrier et le rythme des déploiements à grande échelle chez les clients
- Absence de taille critique
- Cycle d'investissement amenant à de fortes pertes

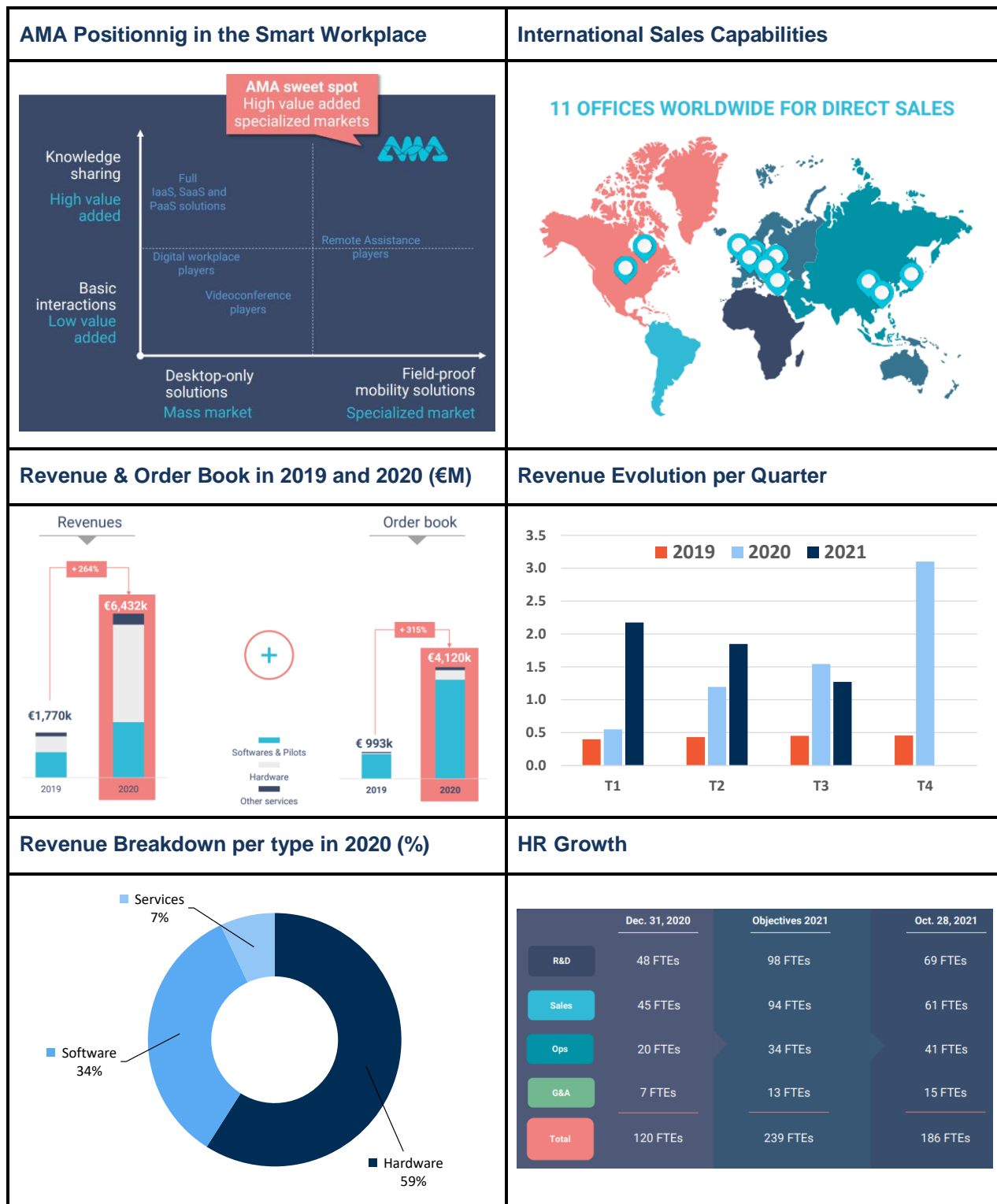
Opportunities

- Adoption croissante des solutions de réalité assistée par les entreprises
- Conquêtes de nouveaux clients
- Extension à de nouveaux territoires
- Multiplication des cas d'usages et des verticaux

Threats

- Cyber risques
- Marché hyper concurrentiel pouvant conduire à l'émergence d'acteurs qui réduiraient les avantages compétitifs du groupe

AMA Overview



La genèse d'AMA

Dans la galaxie des frères Guillemot

Advanced Mobile Applications (AMA) est créée en 2004 par les cinq frères Guillemot. La société est alors positionnée comme un éditeur de jeux pour téléphones portables. L'histoire d'AMA prend un premier tournant décisif en 2013 quand la société intègre le programme Google Glass Explorer, lui permettant d'avoir accès aux lunettes connectées développées par Google ainsi qu'à ces programmes de développement.

Après des essais infructueux dans le domaine des jeux, le groupe réussit en 2014 un premier développement dans le domaine médical (opération chirurgicale en France suivie en direct par un chirurgien au Japon) qui lui permet d'intégrer un cercle très restreint d'acteurs certifiés par Google (*Google Glass at Work Certified Partner*) en 2015. La société va alors accélérer son recentrage en orientant ses développements vers le secteur médical puis, à partir de 2016, vers les secteurs de l'industrie.

Depuis cette date, AMA est un éditeur et un intégrateur de solutions logicielles de réalité assistée pour les secteurs du médical et de l'industrie. Pionnier sur son marché, le groupe a investi très tôt, en avance de phase par rapport à la maturité commerciale du marché, pour développer sa plateforme logicielle XpertEye, grâce à l'appui financier de ses actionnaires de référence (famille Guillemot).

Une levée de 38,2 M€ pour accélérer le développement

Après 5 ans d'investissement, le groupe connaît une accélération de son développement en 2020. La crise sanitaire et les confinements imposent à tous les solutions de travail à distance. Les commandes du groupe explosent. Les solutions de réalité assistée trouvent leur marché et ce décollage conforte la pertinence du positionnement précurseur d'AMA.

Pour maintenir son avance technologique et accélérer le développement de son empreinte commerciale dans le monde, la société entre en bourse en juillet 2021 avec une levée de fonds de 38 M€, dont 14 M€ souscrit par Guillemot Brothers. La famille Guillemot détient à ce jour 79% du capital. Le solde se partage entre les employés (3,4%), les actionnaires au nominatifs (1,2%) et le flottant (16,4%). Les 5 frères Guillemot siègent au conseil d'administration d'AMA, qui s'est récemment élargi avec la nomination de 3 administratrices indépendantes (Pascale Laverrière, Nami Itoh-Korsholm, Christine Chan). Le conseil comprend également Etienne Guillemot.

Un spécialiste de la réalité assistée

AMA propose une plateforme XpertEye permettant d'accéder à des logiciels de réalité assistée, de gestion dynamique des tâches et de planification en ligne. Associées à des supports hardware (notamment des lunettes connectées), ces solutions permettent de mettre en relation directe des experts à distance et des techniciens sur site afin de partager de façon sécurisée des informations en temps réel pour réaliser des travaux d'assistance, de maintenance ou d'inspection à distance, dans des cas d'usages extrêmement variés.

La transformation digitale, pressée par la pandémie, a accéléré le recours et l'usage de solutions de travail à distance. Mais l'essentiel de ces outils concerne aujourd'hui essentiellement les professionnels travaillant dans des bureaux. Les autres, professionnels opérant sur le terrain, sont restés à l'écart de ces avancées. Les solutions d'AMA aident à combler ce manque, en permettant aux professionnels de terrain de communiquer et d'échanger des informations en toute sécurité tout en gardant l'usage de leurs mains pour réaliser des travaux d'inspection, d'audit, de réparation, de maintenance, etc.

AMA adresse une clientèle de très grands comptes (Fortune 1000) grâce à une force de vente directe implantée en Europe (notamment France, Allemagne, Royaume-Uni), en Amérique du Nord (Etats-Unis, Canada) et en Asie (Hong-Kong, Shanghai et Japon). Le groupe entretient des relations très étroites avec ses clients, dont les retours d'expérience permettent d'orienter les développements futurs sur la plateforme XpertEye. Le groupe n'engage aucun développement spécifique et s'attache à développer des solutions génériques profitant à tous ses clients (qu'ils en aient ou non l'usage).

Quel est l'intérêt de la réalité assistée ?

La réalité assistée compte parmi les nombreux leviers permettant la digitalisation des organisations et de leurs processus. Elle participe à créer une *smart workplace* permettant de mettre en place des méthodes de travail améliorant l'agilité et la productivité des collaborateurs. C'est un lien critique permettant de mettre en liaison des experts à distance aux opérateurs sur site.

La réalité assistée permet :

- **D'accéder à des informations.** Le professionnel de terrain accède aux informations ou aux instructions sur ses lunettes connectées, même dans des zones éloignées ;
- **De manière immédiate.** Le professionnel de terrain peut se connecter immédiatement à un expert pour résoudre un problème ou réaliser une tâche urgente, limitant les temps d'attente et les arrêts d'exploitation (liés à la disponibilité et à l'arrivée d'un expert sur site) ;
- **De collecter et d'échanger des données.** Il est possible par exemple de prendre des photos/vidéos et de les communiquer instantanément par le biais de commandes vocales ;
- **De garder ses mains libres.** Si l'usage d'objets numériques connectés (comme les tablettes) s'est largement développé dans les usines, les lunettes connectées apportent un bénéfice additionnel sans équivalent en permettant à l'opérateur de garder l'usage de ses mains pour la réalisation de tâches sans avoir à être encombré par un *device*, à devoir enlever ses gants, etc. L'opérateur dédie ainsi complètement son attention et ses gestes à la tâche qui l'accapare ;

Les bénéfices apportés par la réalité assistée sont de plusieurs ordres :

- **Une meilleure gestion des experts.** En permettant une intervention à distance des experts pour guider ou former des personnels de terrain, il devient possible de gérer plus efficacement les pools d'experts à l'intérieur des grandes organisations, confrontées par ailleurs à une pénurie de talents. Une plus grande disponibilité des experts, pouvant intervenir partout et n'importe quand, apporte des gains d'efficacité ;
- **Une réduction de l'empreinte carbone.** La réalité assistée permet de réduire significativement les déplacements en connectant directement les experts à distance aux opérateurs sur site. Ce bénéfice fait d'AMA un agent réducteur de l'empreinte carbone de ses clients. Ces derniers étant dans leur majorité des groupes internationaux engagés dans une démarche RSE ambitieuse, le recours aux solutions d'AMA les aide à atteindre leurs objectifs de réduction d'émission de CO₂ ;
- **Une plus grande productivité.** Les experts se déplaçant moins, ils perdent moins de temps dans les transports et ils peuvent alors multiplier les interventions. Le travail à distance permet des gains de temps significatifs qui sont dès lors allouables à des tâches productives. Ces bénéfices sont d'autant plus significatifs pour des groupes disposant d'une présence significative à l'international, avec de très nombreuses filiales et implantations à travers le monde ;
- **Une réduction des délais de mise à l'arrêt des équipements / usines.** L'intervention rapide des experts à distance permet de réduire les temps de mise à l'arrêt d'un équipement ou d'une usine. La résolution rapide d'un incident technique permet ainsi de limiter significativement les pertes associées à l'arrêt de la production.

Quel sont les atouts d'AMA ?

L'accent porté sur la sécurité

Ayant démarré ses premiers développements dans le secteur médical (solution pour le SAMU), où les contraintes de sécurité des systèmes et de confidentialité des données répondent aux standards les plus élevés, AMA a depuis l'origine intégré dans son ADN un très haut niveau d'exigence en matière de protection des données et de sécurité du logiciel. Niveau d'exigence qui est répliqué pour les secteurs industriels dans lequel le groupe se développe et qui constitue un facteur clé de différenciation. AMA ciblant de grands clients internationaux, les questions de sécurité et de confidentialité des données constituent des sujets prééminents. Le groupe s'attache ainsi à :

- Assurer un haut niveau de résilience et de sécurité de ses logiciels, visant à limiter les interruptions de service et à garantir une reprise rapide en cas d'incident, assurer la permanence des connexions y compris dans des environnements imparfaitement couverts par les réseaux, etc. Le groupe mène une politique de gestion proactive des risques de cybersécurité (approche SecDevOps, audits réguliers, tests d'intrusion, certification ISO 27001 et ISO 9001 en cours) ;
- Minimiser la collecte des données. Les données sont chiffrées et AMA ne collecte ni ne conserve aucune donnée (image, vidéo, documents, etc.) partagée par les utilisateurs de ses solutions. AMA ne conserve que les informations de log nécessaires à l'exécution du contrat, sans accès aux informations échangées durant la connexion. Compte tenu du caractère confidentiel et sensible des informations transmises, cette approche assure l'adhésion de clients recherchant un haut degré de contrôle et de protection de leurs données.

Un haut niveau d'accompagnement

Sans parler du support technique, qui est un service élémentaire indispensable, le groupe se distingue en mettant à disposition de ses clients un gestionnaire de projets, qui va suivre le client depuis l'avant-vente (analyse des besoins, préconisation technique, etc.) jusqu'au déploiement (coordination des équipes, tests, formation, etc.) et qui va ensuite assurer son accompagnement (suivi de l'utilisation et des retours d'expérience, recueil des demandes d'amélioration, etc.).

Les chefs de projet vont servir de liant entre la R&D d'AMA et les besoins des clients et des prospects, et ainsi orienter la road map des développements pour coller au plus près des attentes des clients. Un élément clé pour s'assurer de l'adoption des nouveaux services et garantir la satisfaction des clients. C'est évidemment un facteur privilégié pour limiter le churn et développer une grande proximité avec la base clients.

Cette intimité permet aussi de révéler de nouveaux cas d'usage, identifiés par les clients et prospects eux-mêmes. Le développement de nouveaux cas d'usage est un levier important de croissance, puisqu'il permet d'étendre le marché adressable du groupe. Si AMA se garde de tout développement spécifique (tous les développements sont intégrés au code de la plateforme et profitent à tous les clients), les développements sont orientés en fonction des faisceaux de demandes émanant directement du terrain. Si une demande paraît utile et pertinente, ou qu'elle est réclamée par un grand nombre, elle fait l'objet d'un développement qui sera ensuite partagé avec l'ensemble des clients.

A l'inverse des grands éditeurs qui développent des solutions dans lesquelles le client doit se plier pour s'insérer et s'approprier les services dont il a besoin, AMA poursuit une démarche où le développement de l'offre est guidé par une interaction poussée avec ses clients et prospects. C'est un processus naturellement plus long et plus coûteux mais qui doit ensuite garantir une forte adhésion du client à la solution et donc une plus grande récurrence d'activité dans le temps.

Quel est le modèle économique du groupe ?

Zoom sur l'offre produits d'AMA

L'offre du groupe est rassemblée sur la plateforme XpertEye, qui intègre à ce jour 3 grandes catégories de solutions :

- des solutions de réalité assistée, avec XpertEye Lite, XpertEye Essential et XpertEye Advanced ;
- des solutions de gestion dynamique de tâches, avec XpertEye Proceed ;
- des solutions de planification en ligne, avec XpertEye Schedule.

XpertEye Platform

Core assisted reality solutions

Xperteye Lite

Click & connect to collaborate

- ✓ Remote assistance tool, using a secured link in a web browser

Xperteye Essential

See what I see

- ✓ Hands-free collaboration with smart glasses and voice control

AMA KIT

Xperteye Advanced

Transfer knowledge at once

- ✓ Rely on multiple video sources to facilitate decision-making and accurately solve problems remotely

AMA KIT

Complementary tools

Xperteye Schedule

Online booking and scheduling

Xperteye Proceed

Workflow management through mobile and wearables

Source: AMA

Au sein des solutions de réalité assistée :

- XpertEye Advanced est la solution la plus complète. Elle permet un accès à l'intégralité des fonctionnalités disponibles avec les solutions Essential et Lite. Elle permet en outre de supporter une large gamme de sources vidéos (lunettes connectées, endoscopes, microscopes, caméras thermiques, etc.) ;
- XpertEye Essential est une solution de réalité assistée tête haute et mains libres. La solution permet à un utilisateur équipé de lunettes de se connecter avec un expert à distance pour partager avec lui ce qu'il voit ;
- XpertEye Lite est une solution permettant à un utilisateur de rejoindre un appel de réalité assistée depuis un navigateur web, depuis n'importe quel device. C'est un outil combinant des fonctions de visioconférence et de collaboration permettant d'échanger à distance.

Reconnaissance du CA

Les solutions sont essentiellement vendues sous forme de kit, associant des licences logicielles (principalement sous un modèle SaaS) développées par le groupe à des supports matériels fournis par des tiers (lunettes connectées, smartphones, etc.).

Les licences Essential et Advanced sont attachées au matériel (lunette connectée pour Essential et smartphone pour Advanced) quand les licences Lite sont attachées à un utilisateur (la licence donne droit à un accès non nominatif permettant ainsi d'être partagé par plusieurs utilisateurs, le nombre d'utilisateurs simultanés étant toutefois limité). La souscription aux licences des add-on (Schedule et Proceed) se fait également à l'utilisateur.

Le prix de vente des kits dépend de différents facteurs :

- les licences utilisées ;
- les matériels utilisés ;
- la durée d'engagement (24 à 72 mois), sachant que la société applique des prix dégressifs pour les clients s'engageant sur des durées plus longues. La durée moyenne d'engagement des clients est aujourd'hui de 24 mois.

Les prix de vente des kits oscillent entre 3 K€ et 7 K€ pour un engagement de 24 mois. La souscription aux licences inclut les mises à jour ainsi que la maintenance et le support technique. Le CA sur la vente de matériel est reconnu immédiatement lors de sa livraison au client tandis que le CA logiciel est étalé linéairement dans le temps, sur la durée du contrat (modèle SaaS).

Cible commerciale

Le groupe cible exclusivement des grands comptes internationaux, faisant pour la plupart partie du Fortune 1000, dans un nombre varié de secteurs. Cela garantit à AMA : 1/ de cibler une clientèle dont le besoin pour ce type de solutions est avéré – et que le groupe va ensuite développer pour que la solution adhère au plus près des besoins, 2/ disposant de budget significatif et récurrent, 3/ représentant un potentiel de déploiement très important (présence internationale avec des dizaines/centaines de filiales + écosystème de sous-traitants). A fin octobre 2021, le groupe compte 466 clients, dont 141 nouveaux clients.

Selected clients

Transportation	Manufacturing	Chemicals & Pharma	Healthcare	Audit / Consulting

Source: AMA

Modèle de vente

Le groupe dispose d'une force de vente directe et n'est ainsi dépendant d'aucun distributeur. Au 31/12/2020, la fonction commerciale regroupait 45 ETP. L'objectif initial était de quasiment doubler cette force d'ici la fin 2021 et d'atteindre en 2023 environ 200 collaborateurs. Compte tenu des enjeux de développements complémentaires récemment apparus, ces objectifs ne seront pas atteints et seront décalés dans le temps. A fin octobre, la fonction commerciale regroupait 61 collaborateurs.

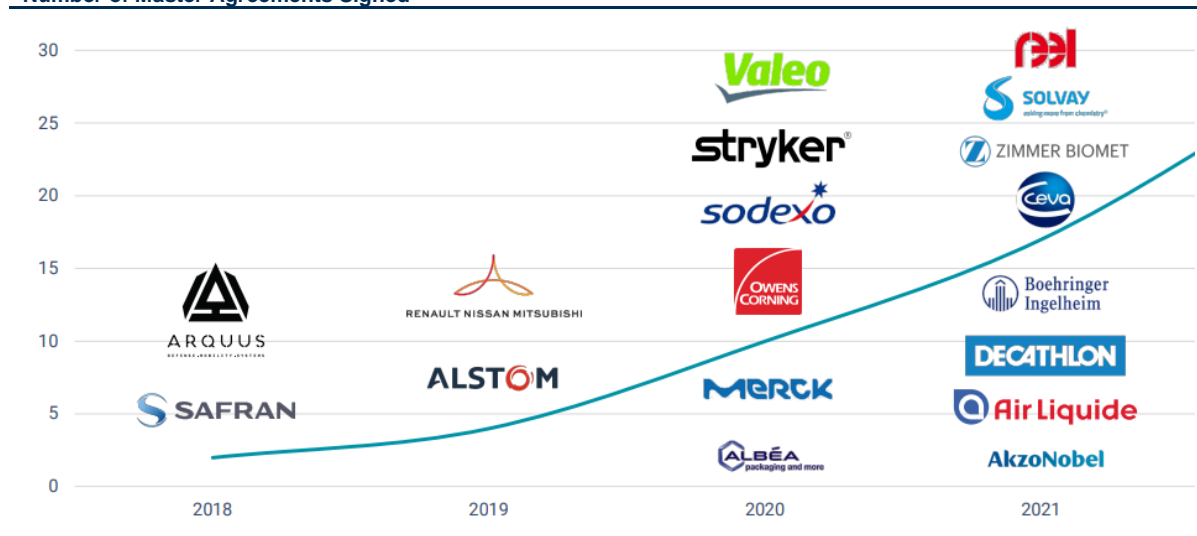
Cette force de vente directe est considérée comme un élément central de la stratégie du groupe. Comme déjà indiqué, la proximité d'AMA avec sa base clients lui permet d'identifier de nouveaux cas d'usage, recueillir des retours d'expérience permettant d'améliorer la solution, développer de nouveaux add-on répondant aux besoins exprimés.

AMA met en place une force commerciale internationale afin de se déployer sur l'ensemble des zones de présence de ses clients et saisir les opportunités d'un marché qui est mondial. Le groupe comprend aujourd'hui une dizaine d'implantations dédiées à la vente : 5 en Europe (France, Allemagne, Royaume-Uni, Italie et Roumanie), 2 en Amérique du Nord (Etats-Unis et Canada) et 3 en Asie (Hong Kong, Shanghai, Japon). La roadmap prévoit de renforcer la présence du groupe sur l'ensemble de ces zones mais aussi d'enrichir le maillage avec l'ouverture de nouvelles implantations (Espagne, Singapour, Amérique Latine, Australie, Dubaï, Indonésie et Russie).

En complément, le groupe a également signé en juin 2021 avec Orange Business Services un partenariat de distribution pour la commercialisation de ses solutions sur la France.

Le groupe a déjà essayé plusieurs années d'effort à évangéliser le marché, au travers de salons, de POC, de phases d'usage à petite échelle, etc. Les grands comptes ont désormais atteint une maturité suffisante pour être prêts à investir massivement sur des solutions de réalité assistée. Le processus de vente répond néanmoins à des cycles relativement longs, tenant compte d'une phase d'appel d'offres et de sélection longue et complexe techniquement. Ensuite, la phase de déploiement au sein du compte peut-elle-même prendre plusieurs années, avec une montée en puissance progressive du CA. Pour accélérer les phases de déploiement, le groupe cherche à développer des accords cadre (Master agreement). La stratégie du groupe est naturellement d'étendre sa base clients puis de signer un nombre croissant d'accords cadre avec ces grands clients lui permettant de se déployer à l'intérieur du compte en évitant un certain nombre d'irritants (validation technique, processus achats, etc.).

Number of Master Agreements Signed



Source: AMA

Si le temps pour conquérir un client et se déployer à l'intérieur du groupe est important, AMA observe en contrepartie un churn limité. Les clients témoignent d'une forte adhésion à la solution déployée. Aussi, une fois que le groupe est installé chez un client, celui-ci lui reste fidèle et il devient dès lors difficile de changer de solutions.

Un marché enfin prêt pour décoller

De la hype à l'émergence de vrais débouchés commerciaux

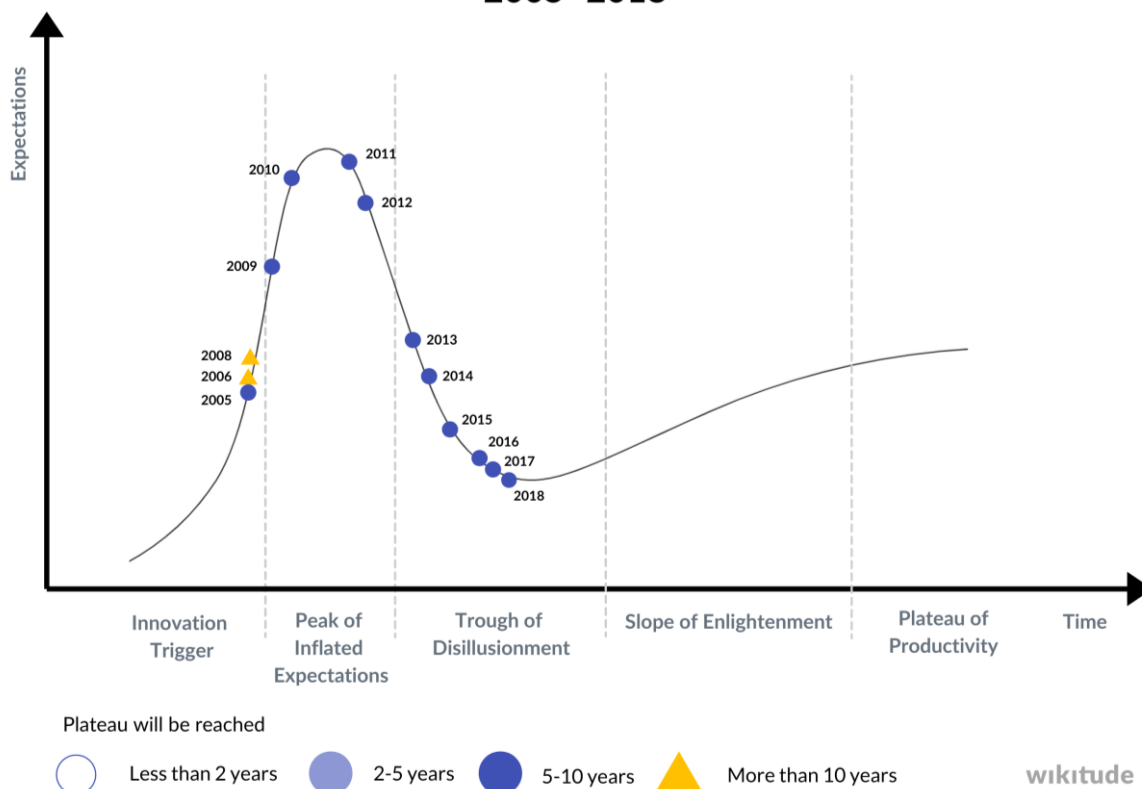
La réalité augmentée a longtemps été considérée comme une technologie émergente, promise à la fois à un avenir brillant et lointain. Le temps a passé et ce futur brillant est désormais devenu une réalité contemporaine. Depuis 2 ans, la réalité augmentée a en effet vu son adoption s'accélérer.

Tout à fait symbolique de cette maturité, la réalité augmentée est sortie depuis 2 ans du fameux Gartner Hype Cycle qui, chaque année, illustre l'évolution de l'intérêt des nouvelles technologies émergentes. Cette sortie signe le passage de la réalité augmentée d'une technologie émergente, qu'il faut surveiller, à celle d'une technologie mature, qu'il faut utiliser. Passé le buzz, passés les POC et les projets pilotes, la réalité augmentée arrive à un stade où les entreprises commencent à investir dessus à une large échelle.

L'analyse de Gartner correspond assez parfaitement à l'expérience d'AMA, dont la trajectoire de développement s'accélère depuis 2 ans après avoir supporté un long historique d'investissement en R&D alors que la viabilité commerciale n'était pas encore prouvée. Le taux de pénétration de cette technologie est évidemment encore aujourd'hui très limité, mais le marché est mûr pour une adoption massive au cours des prochaines années. Un cycle d'investissement important s'ouvre et AMA devrait capitaliser sur cette vague pour capter d'importants marchés et rapidement grossir.

Augmented Reality Evolution – Gartner Hype Cycle 2005

Augmented Reality Evolution - Gartner Hype Cycle 2005 -2018

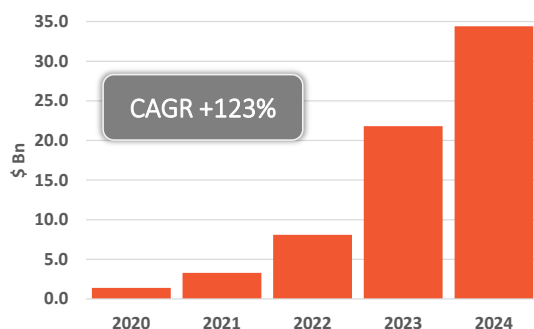


Source: Gartner, Wikitude

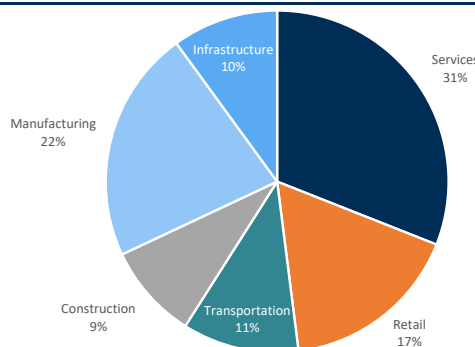
Un marché énorme très loin d'avoir atteint son plafond de verre

Toutes les études de marché convergent sur l'idée que le marché de la réalité augmentée présente un potentiel d'hyper croissance pour les 5 prochaines années, même si les chiffres d'évaluation diffèrent en fonction des périmètres d'activités qui sont intégrés dans ces études. Le potentiel de diffusion de ces technologies à de nombreux cas d'usages ouvre des espaces de croissance particulièrement riches et variés, soutenu par l'infusion de la digitalisation au sein des organisations et notamment du développement du *Digital Workplace*. IDC estime le marché mondial à 1,4 Md\$ en 2020 et anticipe qu'il devrait plus que doubler de taille chaque année sur la période 2021-2023 pour approcher les 35 Md\$ en 2024.

Worldwide AR/VR Revenue Forecasts, in USD Bn



2024 Revenue Breakeven



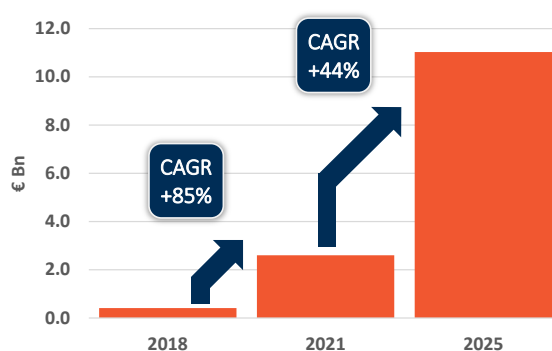
Sources: IDC, *Worldwide Augmented and Virtual Reality Spending Guide*, March 2021

L'évaluation du marché adressable d'AMA la plus pertinente est probablement celle communiquée par TeamViewer, principal concurrent du groupe depuis qu'il a racheté Ubimax (juillet 2020). En rachetant Ubimax, TeamViewer avait indiqué que cette acquisition lui permettrait d'étendre son marché adressable de 10 Mds€ d'ici 2023. A l'occasion de son récent Capital Market Day (10 novembre), TeamViewer a actualisé cette prévision en indiquant que le marché adressable d'Ubimax était attendu en croissance de +44% sur les 4 prochaines années, pour atteindre 11 Md€ en 2025, matérialisant ainsi un retard de 2 ans par rapport à son estimation initiale.

TAM expansion with Ubimax



AR TAM Growth



Source: TeamViewer

Le marché reste encore émergent même s'il décolle enfin et ses frontières s'étendent chaque jour à mesure que de nouveaux cas d'usage apparaissent. Le taux d'équipement est faible ce qui ouvre un champs d'investissement très important pour les prochaines années, conduisant à une adoption massive de ces technologies.

Quels sont les leviers de croissance ?

Avec une ambition de développement mondial sur un marché à très fort potentiel, AMA a le profil pour constituer une société en hyper-croissance, capable de régulièrement doubler de taille. Cette stratégie de développement s'appuiera sur les leviers suivants.

La conquête de nouveaux clients

Le groupe n'adresse que les très grands comptes du Fortune 1000. Ces clients internationaux offrent un important potentiel de déploiement à grande échelle compte tenu de l'étendue de leur périmètre d'activité (plusieurs dizaines de milliers de collaborateurs sur tous les continents auquel il faut ajouter leur important réseau de sous-traitants). Le groupe compte 466 clients à l'issue des 9 premiers mois de 2021, un nombre en hausse de +141 unités. La conquête de nouveaux clients est un élément stratégique pour la croissance à long terme du groupe, étant donné les délais associés au cycle de vente et au ramp-up. Elle justifie la mise en place d'une force de vente internationale, répartie sur tous les grands marchés américains, européens et asiatiques. Cet investissement doit permettre de capter le maximum d'opportunités et donner au groupe une empreinte globale.

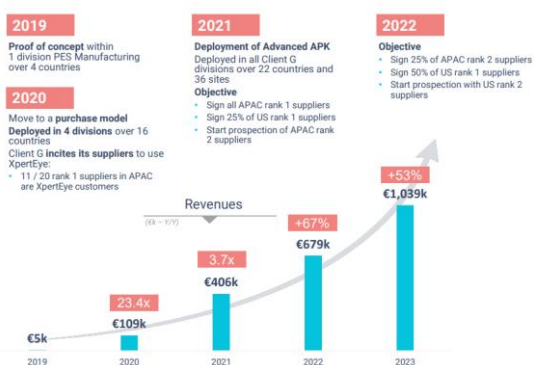
La hausse du CA réalisé avec chaque client

Les clients du groupe n'ont pas atteint le même stade d'adoption des solutions et aucun n'a encore atteint le maximum de ce qu'il pouvait générer. Au moment de l'IPO, le groupe distinguait les clients confirmés des exploreurs. Les clients confirmés regroupaient ceux qui avaient généré un CA supérieur à 15 K€ par an quand les exploreurs regroupaient tous ceux qui généraient un CA non significatif (inférieur à 15 K€). Au sein des clients confirmés, plusieurs catégories existaient, en fonction du CA réalisé (de quelques dizaines de K€ à plusieurs centaines de K€).

L'objectif du groupe est naturellement de développer le volume d'affaires réalisé avec chaque client, en le faisant passer de la catégorie Exploreurs à Confirmés, puis d'augmenter la base de revenus avec l'extension progressive de l'usage de ses solutions à l'intérieur du périmètre du groupe (nouvelles filiales, nouveaux pays, sous-traitants, etc.). Plusieurs cas clients communiqués par AMA illustrent cette montée en puissance, depuis la phase d'expérimentation à celle du déploiement à grande échelle.

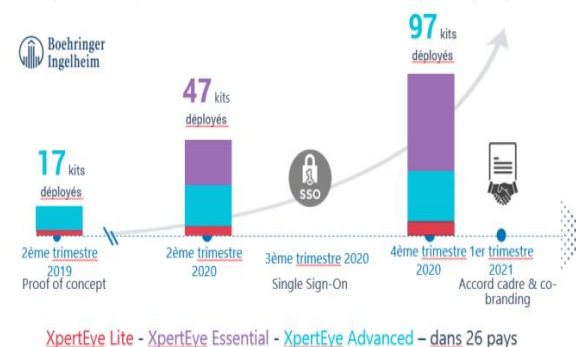
Ramp-up Example

(anonymized client in the Transportation sector)



Ramp-up Example

(Boehringer Ingelheim)



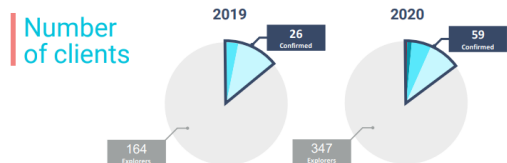
Source: AMA

La croissance du CA avec les clients existants résultera à la fois :

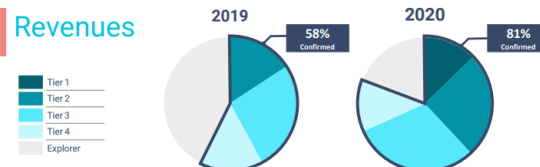
- de l'effet volume associé au déploiement à grande échelle au sein d'un compte client (augmentation du nombre de licences utilisées par le client) ;
- d'un effet mix avec l'enrichissement de l'offre de solutions du groupe (commercialisation de nouveaux modules apportant de nouveaux services).

Le potentiel de croissance associé à la base clients existante d'AMA est considérable, un petit nombre de clients générant encore l'essentiel des revenus. Ainsi en 2020 un peu moins de 15% des clients représentait plus de 80% du CA du groupe.

Breakdown of Clients



Breakdown of Revenues



Source: AMA

Le churn sur les clients confirmés réalisant déjà un volume de CA significatif est très limité, sinon quasi nul (il était nul en 2020). Il confirme qu'une fois qu'elles sont déployées, le client adhère parfaitement aux solutions d'AMA et n'a aucune raison d'en changer. La quasi-totalité du churn se concentre sur les clients exploreurs, en phase d'expérimentation et de test, réalisant un volume de CA encore non significatif avec AMA.

Growth of the Customer Base

	2019	2020	9M 2021
Explorers	164	347	nd
Confirmed	26	59	nd
Total	190	406	466

New Logo vs Churn

	2019	2020	9M 2021
New Logo	--	262	141
Churn	--	46	81

Source: AMA

Poursuite de l'expansion géographique

Le développement international est au cœur de la stratégie de croissance du groupe car :

- le marché est mondial ;
- les clients du groupe sont eux-mêmes des groupes internationaux, avec des implantations sur tous les continents ;
- les solutions du groupe expriment pleinement leur valeur lorsqu'elles sont implémentées dans le cadre d'un environnement de travail internationalisé. C'est dans ce contexte d'usage qu'elles sont les plus pertinentes et apportent le meilleur ROI.

Le groupe cherche donc à s'implanter dans toutes les zones géographiques stratégiques à travers le monde. Déjà présent en Amérique du Nord (Etats-Unis, Canada), en Europe (France, Allemagne, Royaume-Uni, Italie, Roumanie) et en Asie (Hong-Kong, Chine, Japon), le groupe prévoit de s'implanter dans de nouveaux territoires au cours des prochaines années (Espagne, Australie, Amérique Latine, Dubaï, Russie, etc.).

Développer les cas d'usage

L'une des forces du modèle économique d'AMA est de développer une forte intimité clients grâce à laquelle la société est en mesure d'identifier de nouveaux cas d'usage. Emanant des besoins des clients, le champ des possibles est immense et le développement de nouveaux cas d'usages et de nouveaux verticaux participeront à étendre le marché du groupe et donc enrichir le potentiel de croissance de la société.

New Use Cases and New Verticals to Extend the Total Adressable Market

Remote assistance



- Emergency support
- Guidance
- Equipment setup & maintenance
- ...

Remote training



- On-the-job training
- Skill upgrading
- Mentoring
- 1st person training
- Do what I do
- ...

Inspection



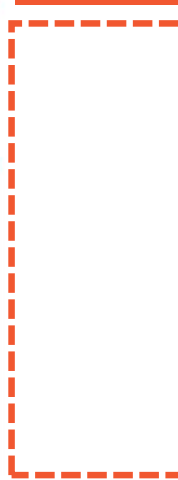
- Audits
- Maintenance
- Equipment inspections
- Quality assurance
- Non-destructive testing
- Declaration of non-compliance
- Factory acceptance test
- Diagnosis
- ...

Telehealth

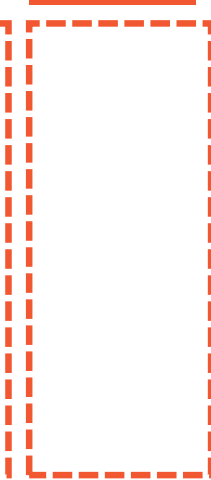


- Telemedicine
- Medical emergencies
- Teleconsulting
- Live surgery
- Emergency care
- ...

Other...



Other...



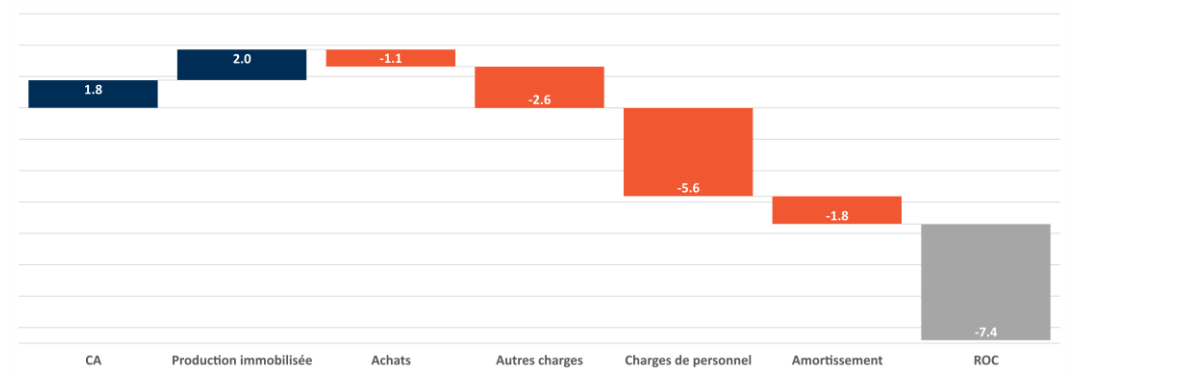
Sources: AMA, TP ICAP Midcap

Quel levier attendre sur les résultats ?

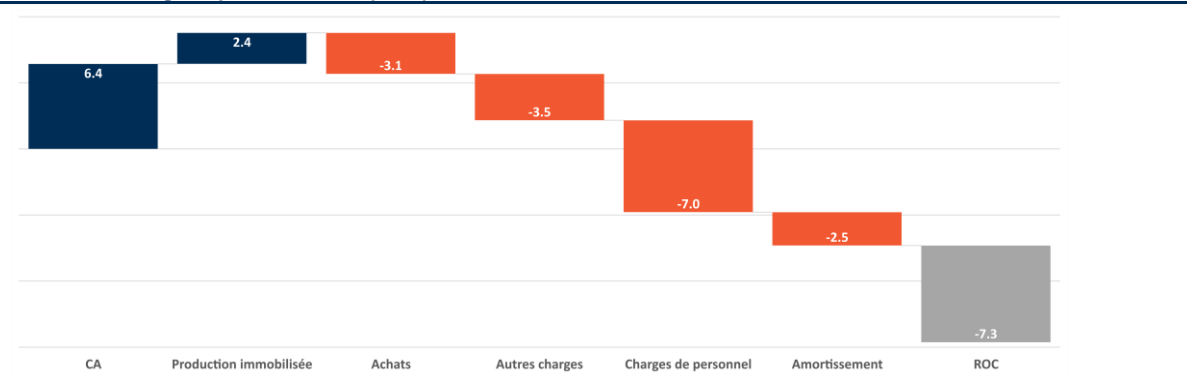
Retour sur les résultats 2019-2020

AMA est une jeune société en phase de structuration et d'investissement pour développer son offre et son empreinte commerciale et la faire émerger comme un leader sur le marché de la réalité assistée. Les résultats 2019 et 2020 étaient logiquement déficitaires, alors que l'activité commerciale ne faisait que démarrer.

Détail des charges opérationnelles (2019)



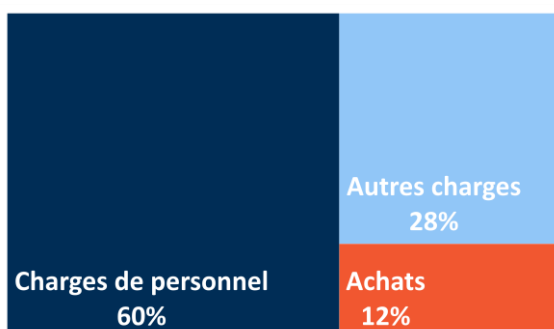
Détail des charges opérationnelles (2020)



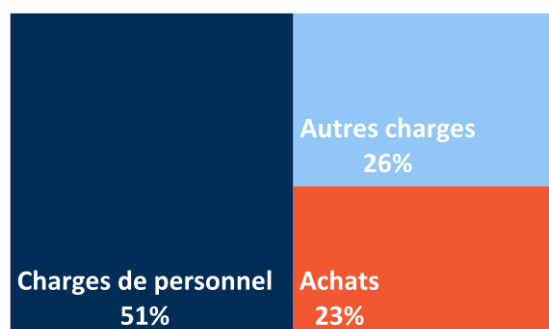
Source: AMA

Le plus gros poste de charges est constitué des frais de personnel. Ceux-ci sont minorés par le fait que le groupe immobilise une partie de ses frais de R&D (1,9 M€ en 2019 et 2,3 M€ en 2020), qui correspondent pour l'essentiel à de la masse salariale. En réintégrant ces frais, les charges de personnel représente de l'ordre de 60% à 70% des coûts supportés par le groupe.

Répartition relative des charges (2019) (hors frais de R&D activé)



Répartition relative des charges (2020) (hors frais de R&D activé)



Source: AMA

Cycle d'investissement pour prendre le marché

Pour capter l'essor du marché de la réalité assistée et en rester à l'avant-garde, le groupe est entré dans une phase d'accélération de ses investissements, tant au niveau technologique pour enrichir les fonctionnalités et les cas d'usages couverts par la plateforme qu'au niveau commercial pour accroître sa présence chez ses clients et en démarcher de nouveaux tout en étendant sa couverture géographique. Ce cycle d'investissement, alors que la société ne dispose pas encore d'une taille critique, l'amènera nécessairement à dégager des pertes pour au moins encore les 2 à 3 prochaines années. L'accélération des investissements en R&D et en S&M doit permettre à AMA d'accélérer son développement et de rapidement changer de taille avant d'anticiper un important levier opérationnel.

R&D. L'équipe de R&D regroupait au 31/12/2020 une cinquantaine de collaborateurs, soit 40% des effectifs. L'ambition initiale du groupe était de porter à 200 le nombre de collaborateurs d'ici 2023, soit un quadruplement. Si la trajectoire est confirmée, l'horizon pour atteindre cet objectif devrait être décalé. A fin octobre 2021, la fonction R&D atteignait près de 70 personnes. La R&D est basée à Rennes et est organisée en équipes suivant l'approche des méthodes agiles. Plusieurs équipes sont ainsi dédiées au développement de la solution, auxquelles s'ajoutent des équipes dédiées aux API (interfaçages avec les logiciels clients), aux tests logiciel, au support de niveau 3, au projet collaboratif dédié à la 5G. Dans sa road map, la cybersécurité et le renforcement de l'interopérabilité de la solution avec de nouveaux matériels ainsi qu'avec les systèmes d'informations des clients apparaissent dans le peloton de tête des priorités du groupe.

S&M. L'équipe de S&M regroupait au 31/12/2020 une petite cinquantaine de collaborateurs et l'ambition initiale était, ici aussi, de multiplier par 4 ses ressources pour atteindre environ 200 collaborateurs d'ici 2023. Si l'ambition est inchangée, son calendrier l'est en revanche. La montée en puissance des recrutements de commerciaux est en effet désormais soumise à l'avancée des développements complémentaires apparus au S2 2021, et qui va amener à un décalage de plusieurs semestres par rapport au plan initial. Pragmatique, le groupe pilote ses investissements commerciaux en fonction de l'avancée de ses développements technologiques et de son niveau d'activité prévisionnel. AMA ralentira donc le rythme de recrutements sur les fonctions commerciales au cours des prochains trimestres. Les implantations d'AMA à l'international sont des filiales uniquement dédiées à la commercialisation des solutions du groupe. Le groupe est présent aujourd'hui en Allemagne, au Royaume-Uni, en Italie, aux Etats-Unis, au Canada, en Chine et au Japon. AMA souhaite renforcer ses ressources de vente dans les implantations existantes mais également ouvrir de nouvelles filiales (Espagne, Australie, Dubaï, etc.).

Une rentabilité sensible à l'effet taille et au mix produit

L'investissement en OPEX d'AMA va donc peser sur sa rentabilité. Au-delà de ces investissements, que la société pourra d'ailleurs moduler en fonction du rythme de croissance des revenus, la rentabilité de la société sera soumise à deux éléments :

- Un effet taille. Avec un CA annuel encore sensiblement inférieur à 10 M€, AMA ne dispose pas encore d'un périmètre d'activité suffisant pour couvrir ses OPEX. Il faudrait vraisemblablement que le groupe enchaîne 3 exercices d'hyper-croissance pour changer d'échelle et atteindre une taille critique lui permettant d'atteindre le breakeven ;
- Un effet mix. Au-delà de la seule croissance de son CA, le niveau de rentabilité dépendra aussi du mix sur lequel se construira cette croissance. Le modèle économique d'AMA repose sur la vente de ses logiciels et la revente de matériel (notamment des lunettes connectées). L'économie d'une vente varie sensiblement selon son mix (licence seule, licence + matériel, etc.) et le calendrier de reconnaissance du CA (100% de la vente de matériel est reconnu en année 1 tandis que la vente de logiciel est étalée sur la durée du contrat), sachant que la marge brute sur le logiciel approche les 100% quand celle générée sur le matériel tourne autour de 25%.

Sachant que les prix peuvent varier sensiblement selon les licences et les matériels retenus par les clients, le CA et la marge brute sont susceptibles de présenter des écart-types importants selon le mix de la vente. Ainsi, la vente combinée d'un logiciel et d'un matériel en milieu d'exercice avec un engagement sur 2 ans générera davantage de CA en année 1 qu'en année 2. Pour autant, la marge brute sera plus importante en année 2 qu'en année 1 malgré un CA moindre.

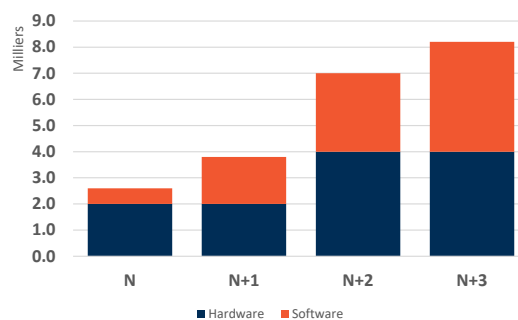
On peut ainsi anticiper que des ventes très soutenues sur le T4 d'un exercice, qui répond à une saisonnalité d'achat assez courante chez les grands comptes, amènent des revenus boostés par la valeur des hardware tout en minimisant complètement la valeur du software, qui sera pleinement reconnue l'année suivante.

Les simulations ci-dessous permettent d'illustrer le modèle de récurrence de CA pour un mix de vente donné (kit avec ≈40% de software et ≈60% de hardware), ainsi que l'évolution de la marge brute. Avec des ventes qui seraient stables d'une année sur l'autre, le taux de marge brute progresserait de ≈40% à ≈60% du CA grâce à la récurrence des revenus software (modèle SaaS).

Simulation de CA et de marge brute pour la vente d'un kit mêlant software-hardware

Order intake	1	1	1	1
(€/kit)	N	N+1	N+2	N+3
Hardware	2000	2000	2000	2000
Software	1200	1200	1200	1200
Total	3200	3200	3200	3200
Revenue (€)	N	N+1	N+2	N+3
Hardware	2000	2000	4000	4000
Software	600	1800	3000	4200
Total	2600	3800	7000	8200
Gross Margin (€)	N	N+1	N+2	N+3
Hardware @ 25%	500	500	1000	1000
Software @ 95%	570	1710	2850	3990
Total	1070	2210	3850	4990
Gross Margin (%)	N	N+1	N+2	N+3
Hardware	25%	25%	25%	25%
Software	95%	95%	95%	95%
Total	41%	58%	55%	61%

Récurrence du CA sur la vente d'un kit mêlant software-hardware



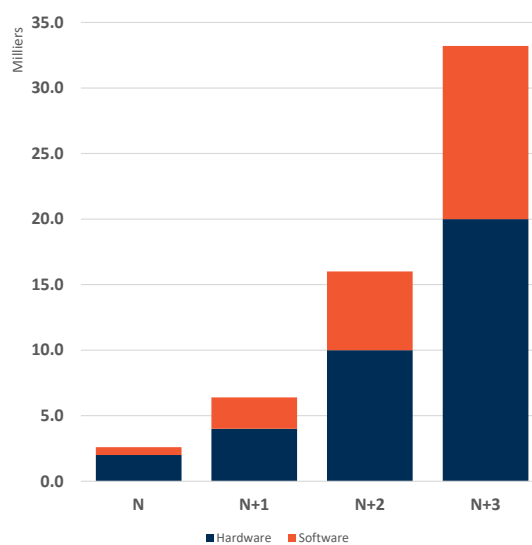
Estimations TP ICAP Midcap

Compte tenu du profil d'hyper croissance d'AMA, la hausse du taux de marge brute devrait être moins prononcée. Dans la simulation suivante, où le groupe double chaque année ses ventes de kits, le taux de marge brute progresserait de ≈40% à ≈50% du CA.

Simulation de CA et de marge brute avec des ventes de kits doublant chaque année

Order intake	1	2	4	8
(€/kit)	N	N+1	N+2	N+3
Hardware	2000	2000	2000	2000
Software	1200	1200	1200	1200
Total	3200	6400	12800	25600
Revenue (€)	N	N+1	N+2	N+3
Hardware	2000	4000	10000	20000
Software	600	2400	6000	13200
Total	2600	6400	16000	33200
Gross Margin (€)	N	N+1	N+2	N+3
Hardware @ 25%	500	1000	2500	5000
Software @ 95%	570	2280	5700	12540
Total	1070	3280	8200	17540
Gross Margin (%)	N	N+1	N+2	N+3
Hardware	25%	25%	25%	25%
Software	95%	95%	95%	95%
Total	41%	51%	51%	53%

Récurrence du CA avec des ventes de kits mêlant software-hardware doublant chaque année



Estimations TP ICAP Midcap

Un fort levier à attendre à terme

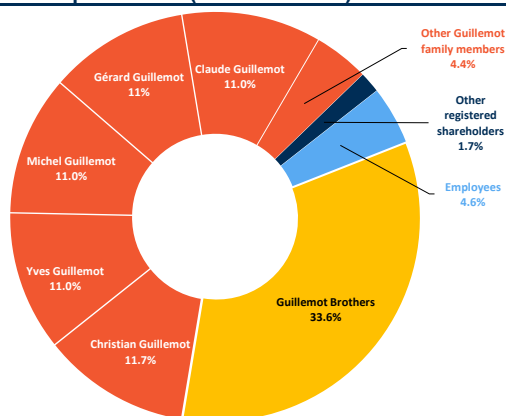
A terme, AMA devrait pouvoir générer un important levier opérationnel. L'ambition du groupe est d'atteindre à long terme une marge d'EBITDA supérieure à 20%. Ce n'est clairement pas un objectif atteignable avant 2025, à moins de couper dans les dépenses de R&D et de S&M, ce qui n'est pas du tout dans la stratégie du groupe parce que cela nuirait à la trajectoire d'hyper croissance dans laquelle AMA souhaite s'inscrire.

Focus sur le financement du groupe

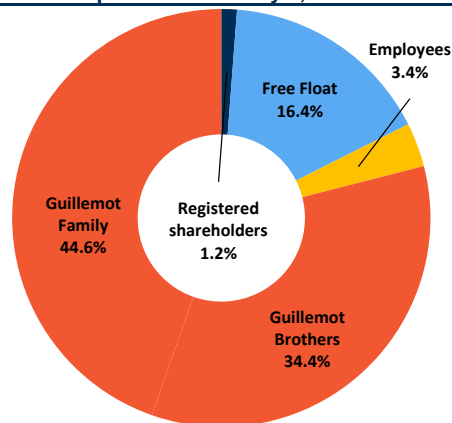
Une histoire soutenue par les frères Guillemot

AMA est soutenue depuis sa création par la famille Guillemot, dont les membres détiennent aujourd'hui 79% du capital.

Ownership structure (Before the IPO)



Ownership structure at July 2, 2021



Source: AMA

Depuis le début les Guillemot ont investi 50 M€, dont plus de 30 M€ ces 3 dernières années :

- 17,3 M€ en compte courant d'actionnaires en 2019 et 2020. Ces apports en compte courant ont fait l'objet d'un abandon de créances de Guillemot Brothers à AMA pour la totalité de leur montant ;
- 14 M€ de souscription à l'augmentation de capital réalisée dans le cadre de l'introduction en bourse en juillet 2021.

AMA profite également de la caution apporté par Guillemot Brothers pour bénéficier de lignes de crédit et d'emprunts (voir plus bas). La société pourrait enfin encore profiter, comme par le passé, du soutien de Guillemot Brothers au travers de nouveaux apports en compte courant.

Les moyens de ses ambitions

Le groupe a levé 38,2 M€ lors de son IPO en juillet 2021. Ce montant doit permettre de couvrir les besoins induits par la stratégie d'investissement que la société souhaite mener sur la période 2021-2023 pour accélérer son développement et ses prises de part de marché. Cet investissement va générer des pertes importantes et donc conduire à une consommation de trésorerie que cette levée de fonds devra financer.

Grâce à la caution apportée par les Guillemot, le groupe dispose également de lignes de crédit importantes. Elles se répartissent entre :

- 6,1 M€ d'emprunts, dont le montant restant dû au 31/12/2020 s'élevait à 3,7 M€ ;
- 14 M€ de lignes de crédit, tirées à hauteur de 1,1 M€ 31/12/2020 et de 5,9 M€ au 30/06/2021 ;

Breakdown of Bank Loans

en M€	Valeur nominale	Taux d'intérêt	Maturité	en M€	Valeur nominale	Taux d'intérêt	Maturité
Emprunt BPI	0.5	Fixe	2023	Ligne de crédit BNP	2.0	Variable	2023
Emprunt CIC	1.5	Fixe	2021	Ligne de crédit Société Générale	3.0	Variable	2023
Emprunt BPO	1.0	Fixe	2022	Ligne de crédit Arkéa	5.0	Variable	2023
Emprunt BPI	0.8	Fixe	2023	Ligne de crédit Crédit Agricole	2.5	Variable	Indéterminée
Emprunt Credit Coopératif	0.5	Fixe	2021	Ligne de crédit LCL	1.5	Variable	Indéterminée
Emprunt CIC	0.5	Fixe	2022				
Emprunt BPO	0.9	Fixe	2023				
Emprunt CIC	0.4	Fixe	2024				
Total Emprunts bancaires	6.1			Total lignes tirables	14.0		

Source: AMA

Le groupe va consommer du cash sur les 3 prochaines années

Compte tenu de la taille des opérations du groupe et de ses intentions d'investissement, AMA ne devrait pas être profitable avant 2024-2025, ce qui ne pose aucun problème de financement étant donné la trésorerie disponible de la société et son accès privilégié à des financements extérieurs (endettement, apport en compte courant des actionnaires de référence). Nous estimons que le groupe devrait générer un FCF négatif au cours des 3 à 4 prochaines années.

Simplified Cash-Flow Statement

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Résultat des activités poursuivies	-7.6	-7.4	-10.0	-10.0	-7.6	-4.2	2.3
Amortissements	1.8	2.5	2.9	4.0	5.5	7.1	8.9
Autres	0.2	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.9
CAF	-5.6	-4.3	-6.8	-5.7	-1.8	3.2	12.1
Variation du BFR	2.3	-1.5	1.7	0.2	0.5	0.7	0.9
Impôt sur les sociétés	-0.1	0.4	--	--	--	--	--
Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles	-3.4	-5.4	-5.1	-5.4	-1.3	3.9	13.1
Acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	-3.3	-3.4	-5.1	-7.1	-10.1	-11.0	-11.9
Remboursement de dettes de loyers (IFRS 16)	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
Free Cash Flow	-7.0	-9.3	-10.7	-13.1	-11.9	-7.6	0.6

Sources: AMA (données publiées), Estimations TP ICAP Midcap

Le groupe n'a pas l'intention de verser de dividende. Le capital sera intégralement dédié au financement de la croissance et des investissements, ainsi qu'au remboursement des échéances de prêts. Le groupe ne s'interdit pas de regarder des opérations de croissance externe, mais la priorité est avant tout donnée au développement organique. Par opportunité, le groupe pourrait s'intéresser à des sociétés présentant des technologies intéressantes pour renforcer son offre.

Valorisation

DCF

Notre valorisation repose sur les hypothèses suivantes :

- Une croissance annuelle moyenne du CA de +58% entre 2020 et 2025. Au-delà de 2025, nous faisons décroître le taux de croissance de 5 points par an ;
- Un fort rebond de la marge opérationnelle une fois que le groupe aura atteint une taille critique lui permettant d'amortir sa structure de coûts. Nous retenons une marge opérationnelle cible de 20% ;
- Une consommation de BFR qui devrait être nulle avec le développement des revenus SaaS ;
- Des investissements qui intègrent les frais de R&D immobilisés par le groupe ;
- Un WACC de 14,0% et un taux de croissance à l'infini de +3% ;
- Un nombre d'actions de 22,5 millions.

DCF Model

DCF valuation method										
Risk-free rate	0.2%	Cost of equity	14%	WACC	14%					
Market risk premium	8.0%	Interest rate a.t.	1%							
Beta	1.7	Terminal growth rate	3.0%							

€M	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Sales	6.7	12.6	24.2	41.7	64.1	83.4	104.3	125.4	144.4	159.0
Change	4.0%	89.1%	91.0%	72.6%	53.7%	30.1%	25.1%	20.1%	15.1%	10.1%
Current Ebit	-9.7	-9.7	-7.3	-3.9	3.2	5.5	9.1	14.4	21.9	31.8
Margin	-145%	-76%	-30%	-9%	5%	7%	9%	11%	15%	20%
Taxes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	1.0	1.7	2.7	4.2	6.1
NOPAT	-9.7	-9.7	-7.3	-3.9	2.6	4.4	7.3	11.6	17.7	25.7
D&A	2.9	4.0	5.5	7.1	8.9	10.9	12.9	14.5	15.6	15.9
in % of sales	43.2%	31.3%	22.6%	17.1%	13.9%	13.1%	12.3%	11.6%	10.8%	10.0%
ΔBFR	1.7	0.2	0.5	0.7	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
CAPEX	-5.6	-7.6	-10.6	-11.5	-12.5	-14.7	-16.4	-17.3	-17.2	-15.9
in % of sales	84.2%	60.3%	43.8%	27.7%	19.5%	17.6%	15.7%	13.8%	11.9%	10.0%
FCF	-10.8	-13.1	-11.9	-7.6	-0.1	1.2	4.4	9.4	16.6	26.1
Discounted FCF	-10.7	-11.4	-9.1	-5.1	0.0	0.6	2.0	3.7	5.8	8.0

Sum of discounted FCF	-16
Discounted Terminal Value	75
EV	58
(-) Net debt	-33
Equity value	91
Number of shares	22.5
Value per share	4.0

Estimations TP ICAP Midcap

Sensitivity Table

Value per Share		Growth rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	12%	4.6	5.1	5.6	6.1	6.7
	13%	3.9	4.3	4.7	5.2	5.6
	14%	3.4	3.7	4.0	4.4	4.8
	15%	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1
	16%	2.6	2.8	3.0	3.3	3.5

Value per Share		Ebit margin				
		15.0%	17.5%	20.0%	22.5%	25.0%
WACC	12%	4.2	4.9	5.6	6.3	7.0
	13%	3.5	4.1	4.7	5.3	5.9
	14%	3.0	3.5	4.0	4.6	5.1
	15%	2.6	3.1	3.5	3.9	4.4
	16%	2.3	2.7	3.0	3.4	3.8

Estimations TP ICAP Midcap

Transaction

Nous n'avons pas établi d'évaluation par comparables étant donné qu'il n'existe pas de comparables cotés pertinents, au regard des activités du groupe, de son positionnement et de son stade de développement.

Il est en revanche pertinent de relever une transaction récente concernant l'un des principaux concurrents du groupe : Ubimax. Société allemande, créée en 2014, elle s'est fait racheter en juillet 2020 par TeamViewer pour 136,5 M€ (transaction payée en cash à hauteur de 85,8 M€ et en titres à hauteur de 50,7 M€).

Au moment de la transaction, Ubimax employait 90 collaborateurs. La société a réalisé un CA de 9,2 M€ en 2020 (contre 6 M€ en 2019 et 3,6 M€ en 2018) pour une perte nette de 5 M€. Le CA tiré des revenus de souscription au logiciel représentait 1 M€ en 2018 et 2,7 M€ en 2019 (donnée non disponible pour 2020). TeamViewer anticipait un taux de croissance annuel moyen de +45% à +50% sur Ubimax sur la période 2019-2024.

La transaction fait ressortir un multiple de 15x le CA 2020 et de 10x le CA 2021 (dans l'hypothèse d'une croissance de +50% sur le CA réalisé en 2020). En appliquant ce dernier multiple au CA attendu en 2022, cela valorise AMA à 131 M€, soit 5,8 € par action.











Annexes

ANNEXE 1 : Conseil d'administration

Nom	Mandat	Age	Membre indépendant ⁽¹⁾	Date d'entrée au conseil d'administration	Date d'expiration du mandat actuel ⁽²⁾	Adresse professionnelle
Christian Guillemot	Chairman et CEO	55		2016	2025	2 Angel Square - London EC1V 1NY (Royaume-Uni)
Yves Guillemot	Director	60		2017	2025	2 Angel Square - London EC1V 1NY (Royaume-Uni)
Michel Guillemot	Director	62		2017	2025	2 Angel Square - London EC1V 1NY (Royaume-Uni)
Claude Guillemot	Director	64		2017	2025	2 Angel Square - London EC1V 1NY (Royaume-Uni)
Gérard Guillemot	Director	59		2017	2025	2 Angel Square - London EC1V 1NY (Royaume-Uni)
Etienne Guillemot	Director	29		2017	2025	2 Angel Square - London EC1V 1NY (Royaume-Uni)
Pascale Laverrière	Director	54	✓	2021	2025	2 Angel Square - London EC1V 1NY (Royaume-Uni)
Nami Itoh-Korsholm	Director	52	✓	2021	2025	2 Angel Square - London EC1V 1NY (Royaume-Uni)
Christine Chan	Director	35	✓	2021	2025	2 Angel Square - London EC1V 1NY (Royaume-Uni)

Source : Société

ANNEXE 2 : Organigramme opérationnelle

Description	
	Christian Guillemot – CEO Linkedin
	Perrine Fromont – CFO Linkedin
	Thomas Waendendries – VP Sales & Marketing Linkedin
	Esther Duval – Marketing & Communication Director Linkedin
	Guillaume Campion – VP Product & Partnership Linkedin
	Hélène Patret – HR Director Linkedin
	Yannick Liebert – VP Operations Linkedin
	Marie-Anne Denis – CSR Director Linkedin
	Philippe Moravie – Director of product Linkedin
	Antonia AZAN – General Counsel Linkedin

Source : Société

ANNEXE 3 : Applications des recommandations du Code Middlenext

Recommandation du Code Middlenext	Appliquée	En cours d'application	Ne sera pas appliquée	En cours de réflexion
I. Le pouvoir de surveillance				
R1: Déontologie des membres du conseil	X			
R2: Conflit d'intérêt	X			
R3: Composition du conseil - Présence de membres indépendants	X			
R4: Informations des membres du conseil	X			
R5: Organisation des réunions du conseil et des comités	X			
R6: Mise en place de comités				X
R7: Mise en place d'un règlement intérieur du conseil	X			
R8: Choix de chaque administrateur	X			
R9: Durée des mandats des administrateurs	X			
R10: Rémunération de l'administrateur		X		
R11: Mise en place d'une évaluation des travaux du conseil	X			
R12: Relation avec les actionnaires				
II. Le pouvoir exécutif				
R13: Définition et transparence de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux	X			
R14: Préparation de la succession des dirigeants		X		
R15: Cumul contrat de travail et mandat social	X			
R16: Indemnités de départ	X			
R17: régimes de retraite supplémentaires	X			
R18: Stock-options et actions gratuites	X			
R19: Points de vigilance	X			

Source : Société

ANNEXE 4 : Commissaire aux comptes et certification des comptes

Normes comptables	IFRS
Commissaires aux comptes titulaires	Mazars
Certification des comptes 2020	Certification sans réserve
Points clés de l'audit	nd

Honoraires des CAC (M€)	Missions	--	--	--	2019	2020
	Audit Légal	--	--	--	0.016	0.022
	Autres prestations	--	--	--	--	--
Total (M€)		--	--	--	0.016	0.022
en % du CA		--	--	--	0.01%	0.00%

Source : Société

Données Financières

Compte de résultat

M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires consolidé	1.8	6.4	6.7	12.6	24.2
<i>Evolution</i>	--	263%	4%	89%	91%
Achats consommés	1.1	3.1	3.5	7.2	14.7
Achats et charges externes	2.5	2.7	3.2	3.6	4.2
Charges de personnel	5.6	7.0	9.9	12.5	15.0
Taxes	0.1	0.8	0.8	0.8	0.8

EBITDA	-7.6	-7.1	-10.7	-11.5	-10.4
<i>% du CA</i>	-428%	-111%	-160%	-91%	-43%
Dotations aux amortissements et aux provisions	1.8	2.5	2.9	4.0	5.5
Autres produits	2.0	2.4	3.9	5.8	8.6

Résultat Opérationnel Courant	-7.4	-7.3	-9.7	-9.7	-7.3
<i>% de CA</i>	-419%	-114%	-145%	-76%	-30%
Autres charges non courantes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Résultat financier	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
Impôt sur les bénéfices	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
<i>Taux d'IS</i>	0%	3%	0%	0%	0%
RN	-7.6	-7.4	-10.0	-10.0	-7.6
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RNPG	-7.6	-7.4	-10.0	-10.0	-7.6

Bilan

M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Immobilisations corporelles et incorporelles (hors goodwill)	6.6	7.4	10.1	13.8	18.9
Autres immobilisations	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7
Stocks	1.0	1.7	1.8	3.5	6.6
Clients	0.6	3.7	1.8	3.5	6.6
Autres actifs courants	1.0	1.8	1.9	2.8	4.4
Trésorerie	2.3	2.4	26.3	12.9	0.7
Actifs	11.8	17.6	42.7	37.1	37.9
Capitaux propres pdg	4.5	6.8	31.8	21.8	14.3
Minoritaires	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
Provisions et autres passifs	1.5	1.9	1.9	1.9	1.9
Dettes financières	4.4	4.8	4.8	4.8	4.8
Fournisseurs	0.5	1.0	1.0	1.9	3.6
Autres dettes courantes	1.6	3.8	3.9	7.3	14.0
Passifs	11.8	17.6	42.7	37.1	37.9

Tableau de flux

M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Marge brute d'autofinancement	-5.7	-3.9	-6.8	-5.7	-1.8
ΔBFR	2.3	-1.5	1.7	0.2	0.5
Cash flow généré par l'activité	-3.4	-5.4	-5.1	-5.4	-1.3
Capex et remboursement de dettes de loyers	-3.7	-3.9	-5.6	-7.6	-10.6
FCF	-7.0	-9.3	-10.7	-13.1	-11.9
Cession d'immobilisations corp et incorp.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investissement financier et variation de périmètre	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Augmentation de capital	0.0	0.8	35.0	0.0	0.0
Cession/Acquisition d'actions propres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Remboursement/souscription d'emprunts	9.7	7.6	0.0	0.0	0.0
Autres	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
Variation de cash sur l'année	2.5	-1.0	23.9	-13.4	-12.2

Données Financières

RATIOS CLES					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Evolution du CA	--	263%	4%	89%	91%
Marge EBIT	-419%	-114%	-145%	-76%	-30%
Marge Nette	-429%	-115%	-150%	-79%	-31%
Bénéfice net par action	-0.20	-0.19	-0.52	-0.44	-0.34
Dividende par action	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend Yield	0%	0%	0%	0%	0%
BFR en % du CA	28%	37%	10%	4%	0%
DSO	128	208	100	100	100
DPO	535	93	105	97	91
FCF	-7.0	-9.3	-10.7	-13.1	-11.9
FCF yield	-13%	-17%	-20%	-24%	-22%
Taux de conversion (FCF/EBITDA)	ns	ns	ns	ns	ns
CAPEX/CA	91%	21%	19%	11%	6%
ROE	-170%	-109%	-31%	-46%	-53%
ROA	-65%	-42%	-23%	-27%	-20%
ROCE	-70%	-49%	-59%	-45%	-26%
Gearing	53%	41%	-69%	-38%	31%
EV/CA			4.8x	3.6x	2.4x
EV/EBITDA			ns	ns	ns
EV/EBIT			ns	ns	ns
PE			ns	ns	ns

Disclaimer

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

Méthodologie

Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Émetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Émetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Émetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Émetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Émetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts

Émetteur	Type de conflit
AMA	G

- A. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, détient plus de 5% du capital social de l'Émetteur ;
- B. L'Émetteur détient plus de 5% du total du capital social de Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée;
- C. Midcap, seule ou avec d'autres entités juridiques, est liée à l'Émetteur par d'autres intérêts financiers importants ;
- D. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est un teneur de marché ou un fournisseur de liquidité avec lequel un contrat de liquidité a été conclu concernant les instruments financiers de l'Émetteur ;
- E. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, a agi, au cours des douze derniers mois, en tant que chef de file ou co-chef de file dans une offre publique d'instruments financiers de l'Émetteur ;
- F. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est partie à tout autre accord avec l'Émetteur relatif à la fourniture de services d'investissement dans le cadre de l'activité corporate de Midcap
- G. Midcap et l'Émetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Émetteur ;

Distribution des recommandations d'investissement

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 15% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 15% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Émetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse email suivante : marketing@midcapp.com.

Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Emetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des " barrières d'information ", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.